

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

MICHAEL GRUSON

DIE DOPPELNOTIERUNG VON AKTIEN DEUTSCHER GESELLSCHAFTEN
AN DER NEW YORKER UND FRANKFURTER BÖRSE:
DIE SOGENANNT E GLOBALE AKTIE



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 18



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Michael Gruson

**Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker
und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie**

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 18

Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: die sogenannte Globale Aktie

Dr. Michael Gruson, LL.B., M.C.L., Attorney-at-Law,
New York und Frankfurt am Main*

Inhalt

	Seite
I. Einleitung.....	2
II. Die Situation vor Einführung der sogenannten globalen Aktie	2
III. Die sogenannte globale Aktie.....	4
IV. Die Ausgestaltung der globalen Aktie	7
1. Der Ausschluss der Einzelverbriefung.....	7
2. Das Design und Layout.....	10
3. Die Nummerierung von Aktienurkunden	12
4. Das Dividendenbezugsrecht in den USA und in Deutschland.....	13
V. Das Aktienregister.....	14
1. Das Aktienregister in Deutschland.....	15
a) Der Inhalt und die Verwaltung des Aktienregisters.....	15
b) Die Einsichtsrechte der Aktionäre	19
2. Das Aktienregister in den USA.....	20
3. Das globale Aktienregister	21
VI. Der Aktienhandel zwischen Deutschland und den USA	22
1. Die Übertragung von Namensaktien in Deutschland.....	22
2. Die Übertragung von Namensaktien in den USA.....	24
3. Das auf Aktienübertragungen anwendbare Recht.....	26
a) Das deutsche internationale Privatrecht.....	26
b) Das US-amerikanische internationale Privatrecht	28
c) Der Konflikt zwischen New Yorker und deutschem internationales Privatrecht.....	31
d) Der Konventionsentwurf der Haager Konferenz für internationales Privatrecht.....	32
4. Die Abwicklung grenzüberschreitender Übertragungen	33
a) Die Übertragung von Aktien durch DTC und CBF.....	33
b) Die Übertragung von Aktien durch Bank of New York und Deutsche Bank	35
c) Die Übergabe einzelverbriefteter Aktienurkunden in Deutschland.....	35
d) Die unterschiedlichen Abwicklungsdaten bei Aktienübertragungen.....	36
VII. Die Zahlung von Dividenden	36
1. Die unterschiedlichen Verfahren in den USA und in Deutschland.....	36
2. Die Dividenden bei globalen Aktien in Deutschland.....	39
a) CBF	39
b) Die einzelverbrieften Aktienurkunden.....	40
3. Das US-amerikanische System	40
a) DTC.....	40
b) Die einzelverbrieften Aktienurkunden.....	42
VIII. Die Teilnahme an der Hauptversammlung und Stimmrechte	42
1. Der Stichtag vor der Hauptversammlung	42
2. Die Abstimmung durch Vollmacht.....	44
3. Der Versand des Informationsmaterials für die Hauptversammlung an die Aktionäre.....	45
IX. Die Erhöhung des Aktienkapitals und Bezugsrechte.....	47
X. Schlussbetrachtungen.....	48

* Michael Gruson, ist ehemaliger Partner und jetzt Of Counsel der internationalen Anwaltssozietät Shearman & Sterling LLP. Der Verfasser bedankt sich für die Mitarbeit von Frau Rechtsreferendarin Tanja Geuter und Herrn Rechtsreferendar Jörn Kubalek.

I. Einleitung

Der vorliegende Aufsatz¹ befasst sich mit Fragen, die auftreten, wenn die an einer deutschen Börse notierten Aktien einer deutschen Gesellschaft auch an der New York Stock Exchange (im Folgenden "NYSE") notiert werden² und zwar ohne Zwischenschaltung von Hinterlegungsscheinen (American Depositary Receipts, im Folgenden "ADR"). Der Aufsatz behandelt dagegen nicht die Rechtsfragen, die sowohl bei einer Börsennotierung von Aktien als auch bei einer Börsennotierung von ADR einer deutschen Gesellschaft gelöst werden müssen, z.B. Rechtsfragen, die sich auf das US-amerikanische Kapitalmarktrecht,³ insbesondere das Bilanzrecht,⁴ die US-amerikanischen Anforderungen an die Corporate Governance,⁵ das Insiderverbot⁶ und Verhaltensregeln im Umgang mit der Presse⁷ beziehen.

II. Die Situation vor Einführung der sogenannten globalen Aktie

Einer direkten Notierung deutscher Aktien an der NYSE standen bis in die jüngere

¹ Zum vorliegenden Aufsatz vgl. allgemein *Gruson*, "Global Shares of German Corporations and Their Dual Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges", *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law* 2001 (Bd. 22), S. 185ff.

² Im Juli 2003 waren Allianz AG, Altana AG, BASF AG, Bayer AG, Celanese AG, DaimlerChrysler AG (im Folgenden "DaimlerChrysler"), Deutsche Bank AG (im Folgenden "Deutsche Bank"), Deutsche Telekom AG, E.ON AG (früher VEBA AG), Epcos AG, Fresenius Medical Care AG, Infineon Technologies AG, Pfeiffer Vacuum Technology AG, SAP AG, Schering AG, SGL Carbon AG und Siemens AG an der NYSE notiert. Zu den Vorteilen der Notierung der Aktien einer deutschen Gesellschaft an der NYSE, vgl. *Gruson*, a.a.O. (Fn. 1), S. 187ff.

³ Hierzu vgl. *Joyce/Gruson/Jungreis* in: *Farmery/Walmsley/Gruson/Markham/Roiter* (Hrsg.), *United States Securities and Investment Regulation Handbook* (1992), Kapitel 1 (im Folgenden "Farmery/Walmsley, Handbook"); *Gruson/Jansky/Weld* in: *Gruson/Reisner* (Hrsg.), *Regulation of Foreign Banks – United States and International* (Bd. 1, 4. Aufl. 2003), Kapitel 7; *Bartos*, *United States Securities Law: A Practical Guide* (2. Aufl. 2002); *Hutter* in: *Semler/Volhard* (Hrsg.), *Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen* (Bd. 1, 2001), Rdn. 144ff.; *Hutter* in: *von Rosen/Seifert* (Hrsg.), *Zugang zum US-Kapitalmarkt für deutsche Aktiengesellschaften* (Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 1, 1998), S. 115ff. (im Folgenden "von Rosen/Seifert, Zugang").

⁴ Die Unterschiede zwischen der deutschen Rechnungslegung und den US-amerikanischen Generally Accepted Accounting Principles (im Folgenden "US-GAAP") lassen sich eindrucksvoll an den Jahresabschlüssen demonstrieren, die die Daimler Benz AG im Vorfeld ihres 1993 erfolgten Börsengangs an der NYSE für das Jahr 1992 veröffentlichte. Während ihr Gewinn nach deutscher Rechnungslegung DM 615 Millionen betrug, wies sie nach US-GAAP für den selben Zeitraum einen Verlust von DM 1,839 Milliarden aus. Siehe Daimler-Benz, Formularblatt 20-F betr. Notierung an der NYSE 1993, S. SF 46; *Pacter*, *The Certified Public Accountants Journal*, 1998 (Bd. 68), Heft 7, S. 14, 17. Durch das Gesetz zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Konzerne an Kapitalmärkten und zur Erleichterung der Aufnahme von Gesellschafterdarlehen – Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (im Folgenden "KapAEG"), BGBl. I 1998, S. 707, wurde § 292a in das HGB eingefügt. Diese Vorschrift ermöglicht es deutschen Gesellschaften unter bestimmten Voraussetzungen, Konzernabschlüsse ausschließlich nach den International anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen (Internationally Accepted Accounting Standards, im Folgenden "IAS") oder US-GAAP aufzustellen. Vgl. hierzu *Claussen*, AG 2000, 481, 488. Zu den Problemen des Übergangs von deutscher Rechnungslegung auf US-GAAP vgl. *Göbel*, DB 1999, 293ff.

⁵ Vgl. hierzu *Gruson/Kubicek*, AG 2003, 337ff. (Teil 1) und 394ff. (Teil 2).

⁶ Vgl. *Gruson/Wiegmann*, AG 1995, 173ff.; *Loss/Seligman*, *Fundamentals of Securities Regulation* (4. Aufl. 2001), Kapitel 9B, S. 855ff.

⁷ Vgl. zu E.ON AG, SEC Release Nr. 34-43372 v. 28.9.2000, SEC Docket Bd. 73, S. 974 (SEC-Verfügung gegen E.ON AG wegen falscher Presseveröffentlichung in Bezug auf Fusionsverhandlungen). Die Verordnung der SEC über Faire Offenlegung von Unternehmensdaten, könnte ebenfalls anwendbar sein, §§ 243.100 – .103 Regulation FD zum Securities Exchange Act von 1934. Vgl. SEC Release Nr. 33-7881 v. 15.8.2000, SEC Docket Bd. 73, S. 1, Federal Register (Bundesanzeiger, im Folgenden "Fed. Reg.") Bd. 65, S. 51737 v. 24.8.2000, [2000 Transfer Binder] Federal Securities Law Reporter (CCH) (im Folgenden "Fed. Sec. L. Rep.") ¶ 86,319. Vgl. dazu *Gruson*, a.a.O. (Fn. 1), Fn. 7 auf S. 189.

Vergangenheit eine Vielzahl von Hindernissen entgegen. Durch die Absenkung des Mindestnennbetrags auf EUR 1,-⁸ und die Einführung nennbetragsloser Stückaktien⁹ wurde zwar ein Teil hiervon beseitigt.¹⁰ Trotz dieser Erleichterung kommt die Ausgabe der von niederländischen Gesellschaften bevorzugten “American Shares”¹¹ als in US Dollar denominierte Nennbetragsaktien für deutsche Gesellschaften nicht in Betracht, da nach § 6 AktG das Grundkapital einer deutschen Aktiengesellschaft auf Euro lauten muss.¹² Das entscheidende Hindernis war aber, dass fast alle deutsche Gesellschaften in der Vergangenheit Inhaberaktien ausgegeben hatten, obwohl ihnen § 10 Abs. 1 AktG auch die Ausgabe von Namensaktien gestattet.¹³ An der NYSE werden hingegen ausschließlich Namensaktien (“*registered shares*”)¹⁴

⁸ § 8 Abs. 2 Satz 1 AktG, eingeführt durch das Gesetz zur Einführung von Stückaktien (im Folgenden “StückAG”), BGBl. I 1998, S. 590.

⁹ § 8 Abs. 1 AktG, ebenfalls eingeführt durch das StückAG. Dass Stückaktien keinen Nennbetrag haben, ergibt sich aus § 8 Abs. 3 S. 1 AktG.

¹⁰ Da es in den Vereinigten Staaten keinen Mindestnennbetrag gibt, war der deutsche Nennbetrag stets wesentlich höher. Zu den hieraus resultierenden Problemen einer Notierung deutscher Nennbetragsaktien in den USA, vgl. *Röhler*, American Depositary Shares (1997), S. 39.

¹¹ Hierbei handelt es sich um eine Aktiengattung, die speziell auf den US-amerikanischen Markt zugeschnitten ist. Vgl. hierzu *Gruson*, a.a.O. (Fn. 1), Fn. 23 auf S. 195.

¹² So auch *Röhler*, a.a.O. (Fn. 10), S. 39.

¹³ Inhaberaktien wurden in Deutschland seit Mitte des 19. Jahrhunderts allgemein bevorzugt. Nach dem zweiten Weltkrieg führten die westlichen Besatzungsmächte für die Montanunternehmen und Nachfolgegesellschaften der IG-Farben Namensaktien ein. Dies wurde später wieder geändert und § 24 Abs. 1 des AktG in der Fassung von 1965 bestimmte, dass Aktien als Inhaberaktien ausgegeben werden, soweit die Satzung nichts anderes bestimmt. Diese Bestimmung wurde durch das 2. KoordG, BGBl. I 1978, S. 1959 wieder abgeschafft und durch das in § 10 Abs. 1 AktG enthaltene allgemeine Wahlrecht zwischen Inhaber- und Namensaktien ersetzt. Seitdem muss die Satzung gemäss § 23 Abs. 3 Nr. 5 AktG auch angeben, ob Namens- oder Inhaberaktien ausgegeben werden. Zur Geschichte der Namensaktie in Deutschland siehe *Merkt* in: von Rosen/Seifert (Hrsg.), Die Namensaktie (Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 3, 2000), S. 63, 70ff. (im Folgenden “von Rosen/Seifert, Namensaktie”).

Trotz dieser Wahlfreiheit konnte sich die Namensaktie in Deutschland zunächst nicht durchsetzen. Denn bis 1997 existierte kein elektronisches Clearingsystem, das den Gesellschaften eine kostengünstige Führung ihres Aktienbuchs sowie einen unkomplizierten und reibungslosen Handel mit Namensaktien ermöglicht hätte. Mit der Entwicklung des elektronischen Buchungssystems CASCADE-RS (“Central Application for Settlement, Clearing and Depository Expansion – Registered Shares”) wurde dieser Mangel jedoch behoben und der Namensaktie in Deutschland ein Come-back ermöglicht. So haben im Anschluss an DaimlerChrysler u.a. Deutsche Bank, Dresdner Bank AG (im Folgenden “Dresdner Bank”), Deutsche Telekom AG, Mannesmann AG, Siemens AG und Aventis AG ihre Inhaberaktien in Namensaktien umgewandelt. Eine Beschreibung des elektronischen Clearingsystems CASCADE-RS findet sich bei *Blitz* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, s.o., S. 373, 376ff.; *Chudaska* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, s.o., S. 355, 358; *Kastner* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, s.o., S. 335, 338 f.; *Than/Hannöver*, in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, s.o., S. 279, 284ff.; *Dieckmann*, BB 1999, 1985; *Noack*, DB 1999, 1306, 1307. Zur gestiegenen Popularität von Namensaktien siehe auch *Blitz*, a.a.O., S. 378 f.; *Kastner*, a.a.O., S. 335 f., *Noack*, a.a.O., S. 1306; *Huep*, WM 2000, 1623.

Das Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung, BGBl. I 2001, S. 123 (im Folgenden “NaStraG”) reagierte auf die gestiegene Popularität der Namensaktie und änderte das Aktiengesetz, um die Einführung von Namensaktien zu vereinfachen und dem technologischen Fortschritt anzupassen. Vgl. die Regierungsbegründung zum NaStraG, BT-Drucksache 14/4051 v. 8.9.2000 (im Folgenden “Regierungsbegründung”) sowie *Huep*, WM 2000, 1623; *Noack*, ZIP 1999, 1993; *Seibert* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, s.o., S. 11. Auf die Probleme, die sich dadurch ergeben haben, dass die globalen Aktienprogramme von Gesellschaften wie DaimlerChrysler AG und Celanese AG vor dem Erlass des NaStraG implementiert wurden, wird im Rahmen dieses Aufsatzes nicht weiter eingegangen. Siehe zu letzterem *Gruson*, a.a.O. (Fn. 1), S. 199ff.

¹⁴ Nach § 8-102(a)(13) Uniform Commercial Code (im Folgenden “UCC”) setzt die Einstufung als Namensaktie (“*registered form*”) im Sinne des UCC bei einem verbrieften Wertpapier (“*certificated security*”) zum einen voraus, dass die Wertpapierurkunde den Inhaber des Wertpapier ausweist. Zum anderen muss ein Register bestehen, in dem die Inhaber der Wertpapiere eingetragen werden können. Soweit im Folgenden die Angabe des UCC ohne Nennung des US-amerikanischen Einzelstaates erfolgt, wird auf den im Staat New York geltenden UCC Bezug genommen.

zum Handel zugelassen.¹⁵ Des Weiteren sind auch die dortigen Handels-, Buchungs- und Abrechnungsregeln auf den Gebrauch von Namensaktien ausgerichtet.¹⁶ Um ihre Inhaberaktien dennoch an der NYSE notieren zu können, verwendeten deutsche Aktiengesellschaften in der Vergangenheit ADR.

Bei ADR handelt es sich um auf den Namen des Hinterlegers lautende Wertpapiere, die Rechte an hinterlegten Aktien einer deutschen Gesellschaft verbriefen. ADR werden von einer US-amerikanischen Depotbank (*“depository”*) gegen Hinterlegung der Aktien bei einer deutschen Depotbank (*“custodian”*) ausgegeben und können an der NYSE notiert und gehandelt werden. Durch die Zwischenschaltung von ADR lassen sich auch Inhaberaktien deutscher Gesellschaften an einer US-amerikanischen Börse notieren.¹⁷

III. Die sogenannte globale Aktie

Als globale Aktie bezeichnet man die Aktie einer Gesellschaft, die direkt und gleichzeitig an in- und ausländischen Börsenplätzen notiert ist.¹⁸ Im November 1998 notierte DaimlerChrysler mit Hilfe der globalen Aktie als erste deutsche Gesellschaft Aktien direkt, d.h. ohne Verwendung von ADR, an der NYSE.¹⁹

Das der globalen Aktie zugrundeliegende Konzept ist dabei sehr einfach. Die Gesellschaft gibt weltweit nennwertlose Namensaktien als alleinige und damit einheitliche Aktiengattung aus. Die globale Aktie verkörpert das Eigentum an einer deutschen Gesellschaft und wird gleichzeitig und ohne zwischengeschaltete Quittungen an mehreren Märkten in der

In vielen US-amerikanischen Einzelstaaten sind nur Aktien zugelassen, die den Namen der Person beinhalten, an die sie ausgegeben wurden. Dies verhindert die Ausgabe von Inhaberaktien. Vgl. z.B. § 508(c)(2) New York Business Corporation Law. Das Recht von Delaware verbietet seit dem 1.7.2002 nunmehr ausdrücklich die Ausgabe von Inhaberaktien, vgl. § 158 Delaware General Corporation Law (*“A corporation shall not have power to issue a certificate in bearer form.”*). Bereits vor 2002 liess sich dieser und anderen Bestimmungen jedoch entnehmen, dass sich das Gesellschaftsrecht von Delaware lediglich auf Namens- und nicht auf Inhaberaktien bezieht.

¹⁵ Diese Voraussetzung lässt sich zum einen aus § 501.01 des New York Stock Exchange Listed Company Manual (im Folgenden *“Listed Company Manual der NYSE”*) in der derzeit gültigen Fassung v. 30.7.2002 ableiten, nach dem jede Aktienurkunde ihren Berechtigten ausweisen muss. Zum anderen folgt sie aus § 601.01(A) Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 1.7.1994, nach dem jede an der NYSE notierte Gesellschaft eine Registrierungsstelle (*“registrar”*) zu unterhalten hat. Vgl. auch allgemein Meyer-Sparenberg, WM 1996, 1117, 1118; Noack, DB 1999, 1306.

Werden Aktien in einer Sammelurkunde verbrieft und in einem zentralen Depot verwahrt, verliert der Unterschied zwischen Namens- und Inhaberaktien allerdings seine praktische Bedeutung.

¹⁶ So auch Röhler, a.a.O. (Fn. 10), S. 40.

¹⁷ Allgemein zu ADR Joyce/Gruson/Jungreis in: Farmery/Walmsley, Handbook, a.a.O. (Fn. 3), S. 94ff.; Gruson/Jansky/Weld, a.a.O. (Fn. 3), S. 364ff., 459ff.; Bartos, a.a.O. (Fn. 3), S. 241 f.; von Rosen in: von Rosen/Seifert, Zugang, a.a.O. (Fn. 3), S. 17ff.; Röhler, a.a.O. (Fn. 10), S. 1ff.; Bungert/Paschos, ZIP 1995, 221ff.; Saunders, Fordham International Law Journal 1993 (Bd. 17), S. 48ff.; Wieneke, AG 2001, 504ff. Ein ADR kann eine Aktie, den Bruchteil einer Aktie oder mehrere Aktien verbrieft.

¹⁸ Der Begriff *“globale Aktie”* ist rechtlich nicht definiert. Er soll zum Ausdruck bringen, dass eine Aktie an vielen Börsen der Welt, einschließlich der NYSE als dem aktivsten Markt, direkt notiert ist. Das Gesellschaftsrecht mancher Länder enthält keine Hindernisse für eine Direktnotierung von Aktien an der NYSE. So sind z.B. seit langem die Aktien von kanadischen und israelischen Gesellschaften direkt an der NYSE notiert.

¹⁹ Im Oktober 1999 war Celanese AG die zweite deutsche Gesellschaft, die globale Aktien an der NYSE notierte. Der Autor war an der Entwicklung der globalen Aktien bei beiden Transaktionen beteiligt. Im Mai 2000 entwickelte auch die Union Bank of Switzerland (UBS) ein globales Aktienprogramm, siehe Hall, Financial Times (London) v. 11.5.2000, S. 42. Im Oktober 2001 notierte Deutsche Bank ebenfalls globale Aktien an der NYSE und gab damit ihr bisheriges ADR-Programm auf.

jeweiligen Währung notiert und gehandelt.²⁰

Die Einführung einer globalen Aktie setzt somit zunächst voraus, dass die Gesellschaft in Deutschland bereits von Anfang an Namensaktien ausgegeben hat oder die auf dem Aktienmarkt befindlichen Inhaberaktien in Namensaktien umgewandelt werden.²¹ Ferner muss die globale Aktie die Voraussetzungen des Aktienmarktes jedes Landes erfüllen, an dessen Börse sie notiert werden soll. Deshalb wurde bei der Art und Weise der Verbriefung, beim Verfahren zur Auszahlung der Dividende, den Voraussetzungen für die Ausübung der Stimmrechte in der Hauptversammlung, dem Aktienregister²² und weiteren rechtlichen Fragen darauf geachtet, dass die globale Aktie von DaimlerChrysler sowohl die Voraussetzungen des deutschen als auch des US-amerikanischen Rechts erfüllt und dabei soweit wie möglich mit den Usancen der jeweiligen Märkte übereinstimmt.

DaimlerChrysler entwickelte die globale Aktie vor allem, um sämtlichen Aktionären weltweit ein Wertpapier zur Verfügung zu stellen, das – im Gegensatz zu ADR - jeweils dasselbe Anteils- und Mitgliedschaftsrecht an der Gesellschaft verbrieft. Darüber hinaus ermöglicht erst ein globales Aktienprogramm, in verschiedenen Ländern einheitliche Pläne für Aktienoptionen (*“stock options”*) und Mitarbeiterbeteiligungen sowie Programme zur Wiederanlage von Dividenden (*“dividend reinvestment plan”*) zu entwickeln. Ferner sollte die globale Aktie die Notierung und den zeitzonunenunabhangigen Handel aller Aktien an allen wichtigen internationalen Aktienmärkten ermöglichen.²³ Ein Investor kann globale Aktien einer Gesellschaft vor Beginn des Börsenhandels an der NYSE an einer deutschen Börse erwerben und diese auch nach Börsenschluss in Deutschland noch an der NYSE wieder veräußern.

Den Unterschied zwischen einem ADR-Programm und einem globalen Aktienprogramm verdeutlicht das folgende Bild:

²⁰ Die DaimlerChrysler-Aktie ist neben allen deutschen Börsen und der NYSE noch an den Börsen von Basel, Chicago, Genf, London, Paris, Pacific, Philadelphia, Tokio und Zürich notiert.

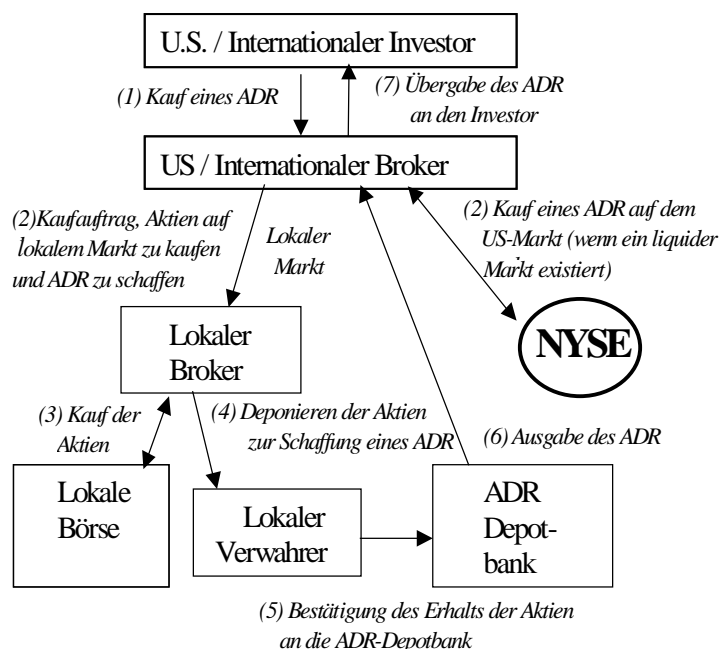
Die Aktien der Celanese AG sind zur Zeit an der NYSE und der Frankfurter Börse notiert. Deutsche Bank unterhält Notierungen an allen deutschen Börsen sowie an den Börsen von Amsterdam, Brüssel, London, Luxemburg, der NYSE, Paris, Tokio, Wien und Zürich.

²¹ Zum Verfahren der Umwandlung von Inhaber- in Namensaktien siehe *Gruson*, a.a.O. (Fn.1), S. 199ff. und *Zatzsch* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 257, 259ff.

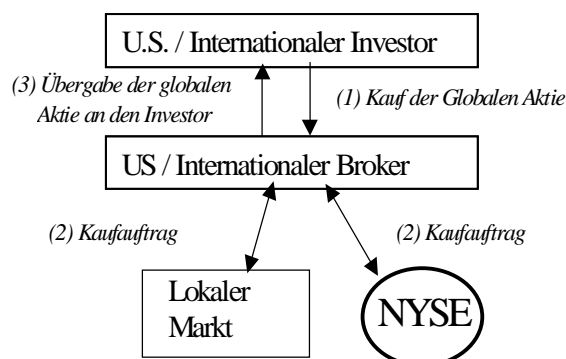
²² Wie nachfolgend unter V. beschrieben müssen für eine Notierung in Deutschland und eine gleichzeitige direkte Notierung in den USA insgesamt drei Aktienregister verwaltet werden. Bei DaimlerChrysler existieren in den USA und Deutschland jeweils ein Register (im Folgenden *“US-Unterregister”* bzw. *“deutsches Unterregister”*), deren Daten in einem globalen Register, das in Deutschland verwaltet wird, zusammengeführt werden.

²³ Zu den Vorteilen einer globalen Aktie vgl. *Brammer* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 399, 411ff.

ADR



GLOBALE AKTIE



Bei der Entscheidung, globale Aktien oder ADR auszugeben, handelt es sich letztlich um eine geschäftspolitische Entscheidung. Die wesentlich geringeren direkten Transaktionskosten für den Investor bei einer globalen Aktie²⁴ und die Tatsache, dass exakt die gleiche Aktie an

²⁴

Der erste Kostenvorteil globaler Aktien besteht darin, dass die US-amerikanischen Inhaber von globalen Aktien nicht die bei ADR-Programmen üblichen Umtauschgebühren zahlen müssen. Die ADR-Umtauschgebühr wird jedes Mal bezahlt, wenn ADR gegen Hinterlegung von Aktien ausgegeben werden oder wenn Aktien gegen Übergabe von ADR geliefert werden. Eine ADR-Umtauschgebühr wird in den meisten Fällen beim Kauf oder Verkauf eines ADR anfallen. Weil die Frankfurter Börse ein effizienterer Markt für deutsche Aktien ist als der US-amerikanische ADR-Markt, werden bei einem ADR-Kauf in New York gewöhnlich Aktien an der Frankfurter Börse gekauft und bei der deutschen Verwahrungsstelle ("custodian") deponiert. Die ADR-Depotbank ("depository") gibt die entsprechenden ADR in New York aus. Für Verkäufe von ADR findet der umgekehrte Vorgang statt. Die Umtauschgebühr von üblicherweise US\$ 5 pro hundert Aktien erhöht die Kosten einer Aktienübertragung von 10.000 Stück um US\$ 500, vgl. z.B. Exhibit B zum Depositary Agreement zwischen der VEBA AG, Morgan Guaranty Trust Company of New York und den Inhabern von ADR v. 7.10.1997, das im Zusammenhang mit dem ADR-Programm der VEBA AG vom Oktober 1997 abgeschlossen und als Exhibit (a) des "Registration Statement under the Securities Act of 1933 – Form F-6" v. 23.9.1997 bei der US-amerikanischen Börsen- und Wertpapieraufsichtsbehörde (Securities and Exchange Commission, im Folgenden "SEC") eingereicht wurde (Registrierungsnummer 333-7650). Jedoch werden die höheren Transaktionskosten, die mit den ADR-Programmen verbunden sind, häufig nicht (oder nicht vollständig) von den Investoren getragen. Vertreter der The Bank of New York Company, Inc. (im Folgenden "Bank of New York") haben dem Autor am 16.12.1998 mitgeteilt, dass die ausführenden Broker-Dealer die Umtauschgebühren ganz oder teilweise übernehmen. Unabhängig davon, ob der Broker-Dealer oder der Investor die Gebühr bezahlt, schwächt sicherlich eine solche Gebühr die Entwicklung und die Liquidität des ADR-Marktes.

Ein weiterer Kostenvorteil globaler Aktien besteht in den geringeren Übertragungsgebühren beim Handel mit grösseren Stückzahlen. Werden von einem US-amerikanischen Investor im Jahr in 200 grenzüberschreitenden Transaktionen mit einem deutschen Wertpapierhaus eine Million ADR gehandelt, entstehen Kosten in Höhe von US\$ 40.000 (durchschnittlich US\$ 0,04 pro ADR). Bei der globalen Aktie betragen die Kosten unabhängig von der Zahl der übertragenen Aktien US\$ 5 pro Transaktion, wenn die Übertragung über die Zentralverwahrer Depository Trust Company (im Folgenden "DTC") und Clearstream Banking AG Frankfurt (im Folgenden "CBF") erfolgt, vgl. unter VI.4.a). Bei 200 Transaktionen im Jahr fallen daher lediglich Kosten in Höhe von US\$ 1.000 an und es entsteht ein Kostenvorteil in Höhe von US\$ 39.000. Vgl. Döring, Börsenzeitung v. 2.12.1998, S. 4. Ähnlich Brammer in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 399, 416, der von Übertragungskosten pro ADR in

allen Börsen – insbesondere Frankfurt und New York – gehandelt wird, fördern die Liquidität und die Effizienz der Kapitalmärkte.²⁵ Nicht zuletzt trägt die globale Aktie auch zu einer stärkeren Angleichung des heimischen und der ausländischen Börsenkurse einer Gesellschaft bei und führt somit zu mehr Markttransparenz und einem genaueren Marktpreis.

IV. Die Ausgestaltung der globalen Aktie

1. Der Ausschluss der Einzelverbriefung

Bei einem globalen Aktienprogramm ist es ratsam, den Anspruch auf Einzelverbriefung von Anfang an in der Satzung der Gesellschaft soweit wie möglich auszuschließen und stattdessen die Ausgabe einer oder mehrerer Sammelurkunden vorzusehen, die alle ausgegebenen Aktien der Gesellschaft verbrieft. Ein solcher Ausschluss führt zu einer Vereinfachung des Ausgabeverfahrens, spart Druckkosten für einzelverbriefte Aktienurkunden, vereinfacht die Auszahlung der Dividende und die Kontrolle der Anwesenheit auf der Hauptversammlung und führt letztlich auch zu einer höheren Effizienz bei der Buchung und Abrechnung von Aktientransaktionen.

Im deutschen Recht kann eine Aktiengesellschaft das Recht der Aktionäre auf Einzelverbriefung gemäss § 10 Abs. 5 AktG einschränken oder ausschließen.²⁶ Nach richtiger und überzeugender Ansicht ist selbst eine nachträgliche Beschränkung des Rechts auf Einzelverbriefung durch Satzungsänderung zulässig.²⁷ Voraussetzung ist jedoch, dass der

Höhe von US\$ 0,05 ausgeht. Geht man von einer Übertragungsgebühr pro ADR in Höhe von US\$ 0,05 aus, kostet die Übertragung von 100 ADR US\$ 5. Dieselben Kosten fallen bei der Übertragung einer unbegrenzten Zahl globaler Aktien über die Zentralverwahrer an. Zusätzlich müssen die Inhaber von ADR dem *depository* nach dem Depotvertrag noch gewisse Verwaltungsgebühren ersetzen. Die ADR-Depotbanken wurden deshalb bereits als Mautstellen für Nicht-US-amerikanische Gesellschaften bezeichnet, die Zugang zum US-amerikanischen Kapitalmarkt haben wollen, vgl. *Döring*, a.a.O.

Den vorstehend beschriebenen geringeren Transaktionskosten für die Investoren steht jedoch gegenüber, dass für die Gesellschaft bei einem globalen Aktienprogramm - zusätzlich zu den auch bei einem ADR-Programm für Namensaktien anfallenden Kosten für die Errichtung und Unterhaltung eines Aktienregisters - Kosten für ein gesondertes US-Unterregister anfallen. Die theoretisch ebenfalls anfallenden zusätzlichen Kosten zur Betreibung eines globalen Registers werden in der Regel dadurch umgangen, dass das globale Register und das deutsche Unterregister von ein und derselben Registrierungsstelle verwaltet werden. Hinzu kommen noch die Kosten für die Serviceleistungen des US-amerikanischen Zentralverwahrers DTC sowie des deutschen Zentralverwahrers CBF. Diese Kosten hat ebenfalls die Gesellschaft zu tragen, vgl. auch *Wunderlin*, *Börsenzeitung* v. 17.12.1998, S. 19, der zur Ablösung von ADR-Programmen durch globale Aktienprogramme eine kritische Einstellung hat. Während somit für die Gesellschaft höhere Kosten als bei einem ADR-Programm entstehen, fallen für den Aktionär erheblich geringere Kosten an.

Die Hauptkosten im Zusammenhang mit der Einführung der globalen Aktie bei DaimlerChrysler sind darauf zurückzuführen, dass ein solches globales Aktienprogramm zunächst entwickelt und die in diesem Aufsatz geschilderten Rechtsfragen gelöst werden mussten. Ferner war DaimlerChrysler die erste deutsche Gesellschaft, die ihre Inhaber- auf Namensaktien umstellte und dies vor Erlass des NaStraG. Nachfolgende globale Aktienprogramme werden nicht mehr die höheren Implementierungskosten erfordern; lediglich die Mehrkosten für die Unterhaltung eines US-Unterregisters verbleiben.

²⁵ Zur Frage des Rückflusses der DaimlerChrysler Aktien an die Frankfurter Börse, vgl. *Karolyi*, *Journal of Corporate Finance* 2003 (Bd. 9), S. 411, 417ff.

²⁶ Vgl. *Hüffer*, *Aktiengesetz* (5. Aufl. 2002), § 10 Rdn. 10ff.; *Seibert*, *DB* 1999, 267. Von dem Ausschluss der Einzelverbriefung ist der Ausschluss der Verbriefung (Dematerialisierung) zu unterscheiden. Neben dem Anspruch auf Einzelverbriefung seines individuellen Anteils hat jeder Aktionär noch einen allgemeinen mitgliedschaftlichen Anspruch darauf, dass die Aktien der Gesellschaft verbrieft werden, vgl. *Hüffer*, s.o., § 10 Rdn. 3. Diesen Anspruch kann die Gesellschaft im Gegensatz zum Anspruch auf Einzelverbriefung zwar nicht ausschliessen; sie erfüllt ihn aber bereits mit der Ausgabe einer Sammelurkunde im Sinne von § 9a DepotG.

²⁷ Vgl. *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 10 Rdn. 12; *Seibert*, *DB* 1999, 267 f.

Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre (vgl. § 53a AktG) nicht verletzt wird.

Unabhängig vom Ausschluss des Anspruchs auf Einzelverbriefung kann eine Aktiengesellschaft ihre Aktien in einer oder mehreren Sammelurkunden verbrieft (vgl. § 9a DepotG). Die Sammelurkunde steht im Miteigentum der Aktionäre, wobei sich der Bruchteil eines Aktionärs nach seiner Beteiligung am Grundkapital der Gesellschaft richtet (vgl. § 9a Abs. 2 DepotG i.V.m. § 6 Abs. 1 DepotG). Hat die Gesellschaft den Anspruch der Aktionäre entgegen § 10 Abs. 5 AktG nicht ausgeschlossen, kann jeder Aktionär die Lieferung effektiver Aktienurkunden verlangen (vgl. § 9a Abs. 2 DepotG i.V.m. §§ 7 f. DepotG). Die Verbriefung der Aktien in einer Sammelurkunde steht diesem Anspruch nicht entgegen. Da die einzelnen Stücke bei einer Sammelurkunde erst hergestellt werden müssten, sollte im Zusammenhang mit einer Sammelurkunde der Anspruch auf Einzelverbriefung stets ausgeschlossen werden. Denn in diesem Fall besteht auch kein depotrechtlicher Anspruch auf Lieferung effektiver Aktienurkunden (vgl. § 9a Abs. 3 S. 2 DepotG).

Es gibt weder im US-amerikanischen Wertpapierrecht (“*securities laws*”) noch in den internen Regeln des US-amerikanischen Zentralverwahrers, der Depository Trust Company (im Folgenden “DTC”), Vorschriften, die den Ausschluss des Rechts auf Einzelverbriefung verbieten.²⁸ Bis vor ein paar Jahren setzte jedoch eine Notierung an der NYSE voraus, dass die Gesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs einzelverbriefte Aktienurkunden an diesen auszugeben hatte.²⁹ Im Juli 2002 änderte die NYSE die entsprechenden Vorschriften und verlangt nun nicht mehr, dass auf Verlangen eines Aktionärs einzelverbriefte Aktienurkunden ausgegeben werden müssen.³⁰ Auch die SEC verlangt keine Einzelverbriefung von Aktien.³¹ Die Probleme, die aus den unterschiedlichen Anforderungen des deutschen und US-amerikanischen Rechts an die Einzelverbriefung von Aktien resultierten, stellen sich nunmehr nicht mehr.

Angesichts der früheren Unterschiede zwischen deutschem Recht und den Anforderungen der NYSE hat die Satzung von DaimlerChrysler die Einzelverbriefung der

²⁸ Im Gegensatz zum deutschen Recht (vgl. Fn. 26) ermöglicht das US-amerikanische Recht sogar einen vollständigen Ausschluss der Verbriefung (Dematerialisierung), vgl. z.B. §§ 8-102(18), 8-108(b), (c) u. (e), 8-202(a) UCC (“*uncertificated security*”). Diese Möglichkeit wird von Publikumsgesellschaften jedoch nicht ausgenutzt. Der UCC regelt nicht, inwieweit Aktionäre nach dem Gesellschaftsrecht der einzelnen US-amerikanischen Bundesstaaten einen mitgliedschaftsrechtlichen Anspruch auf Verbriefung ihrer Aktien haben. Nach dem Recht des Staates Delaware kann ein Aktionär einer Delaware-Gesellschaft selbst dann die Verbriefung seiner Anteile verlangen, wenn die Gesellschaft die Ausgabe von *uncertificated securities* beschlossen hat, vgl. § 158 Delaware General Corporation Law. Vgl. hierzu auch *Welch/Turezyn* (Hrsg.), *Folk on the Delaware General Corporation Law: Fundamentals* (2001), § 158.2, S. 302. Hieraus ergibt sich, dass der in Deutschland zugelassene Ausschluss des Rechts auf Einzelverbriefung zumindest nach dem Recht des Staates von Delaware nicht möglich ist.

²⁹ Diese Voraussetzung folgte aus mehreren Bestimmungen des Listed Company Manual der NYSE. Beispielsweise bestimmte § 501.01(B) Listed Company Manual der NYSE in der nicht mehr gültigen Fassung v. 1.6.1986, dass eine notierte Gesellschaft keine Aktienurkunden an einen eingetragenen Aktionär versenden muss, solange dieser das nicht verlangt.

³⁰ Die in Fussnote 29 zitierte Vorschrift ist in § 501.01(B) des Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 30.7.2002 gestrichen worden. Eine Einzelverbriefung wird von der NYSE nicht mehr verlangt, wenn die Aktien in Sammelverwahrung (“*direct registration system operated by a securities depository*”) gehalten werden, vgl. § 501.01(B) des Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 30.7.2002. Bei dem “*securities depository*” muss es sich um eine “*clearing agency*“ i.S.v. §§ 3(a)(23), 17A(b) Securities Exchange Act von 1934 handeln, vgl. § 501.01(B) des Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 30.7.2002.

Aktien, die nicht einzelverbrieft sind, werden üblicherweise in der Form einer oder mehrerer Sammelurkunden von Verwahrern für DTC gehalten.

³¹ Dies hat ein Mitarbeiter der SEC dem Autor auf seine Anfrage hin per e-mail am 18.6.2003 bestätigt.

Aktien zunächst grundsätzlich ausgeschlossen. Setzen die Vorschriften einer Börse, an der die Aktie notiert ist, jedoch eine Einzelverbriefung voraus, gilt dieser Ausschluss nicht.³² Eine derartige Satzungsbestimmung stellt keine Verletzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes zu Lasten der deutschen Aktionäre dar, da sie auf objektiven Kriterien basiert. Außerdem haben deutsche Aktionäre ein Wahlrecht. Sie können Aktien zum einen an der NYSE erwerben, um diese als unmittelbare oder mittelbare Besitzer einzelverbrieftener Aktienurkunden im unmittelbaren Verwahrsystem (*“direct holding system”*) zu halten.³³ Sie können Aktien aber auch an der Frankfurter Wertpapierbörse (im Folgenden *“FWB”*) erwerben, um sie anschliessend durch die deutsche Wertpapiersammelbank – die Clearstream Banking AG Frankfurt (im Folgenden *“CBF”*)³⁴ – verwahren zu lassen. Bei einem Aktienerwerb an der FWB können sie dann aber keine einzelverbrieften Aktienurkunden verlangen. Obwohl, wie vorstehend geschildert, die NYSE die Möglichkeit einer Einzelverbriefung nicht mehr verlangt, ermöglicht DaimlerChrysler seinen Aktionären auf Verlangen auch weiterhin die Ausgabe einzelverbrieftener Aktienurkunden.³⁵ Künftige globale Aktienprogramme deutscher Gesellschaften können auf die Möglichkeit der Einzelverbriefung gänzlich verzichten und das Programm erheblich vereinfachen. Eine Satzungsbestimmung, nach der die Einzelverbriefung ausgeschlossen ist, wenn diese nicht von einer Börsenordnung verlangt wird, ist dennoch sinnvoll. Für den Fall, dass die Gesellschaft die Notierung an einer weiteren Börse anstrebt, deren Börsenordnung die Einzelverbriefung vorschreibt, ist eine Änderung der Satzung nicht erforderlich.

Alle nicht einzelverbrieften Aktien sind entweder in einer von DTC in den USA verwahrten Sammelurkunde oder in einer von CBF in Deutschland verwahrten Sammelurkunde verbrieft.³⁶ Beide Sammelurkunden sind variabel ausgestaltet. Dies bedeutet, dass sie Aktien *“bis*

³² § 4 Abs. 2 S. 1 der Satzung von DaimlerChrysler lautet wie folgt: *“Ein Anspruch der Aktionäre auf Verbriefung ihrer Aktien und Gewinnanteile ist ausgeschlossen, soweit dies gesetzlich zulässig und nicht eine Verbriefung nach den Regeln einer Börse erforderlich ist, an der die Aktie zugelassen ist”*, vgl. die Satzung von DaimlerChrysler (Stand 4/2003), abrufbar unter www.daimlerchrysler.com/index_g.htm (zuletzt besucht am 20.8.2003). Die Satzungen der Siemens AG und Deutsche Bank enthalten ähnliche Bestimmungen. Vgl. *Seibert*, DB 1999, 267 f. (Siemens); *Zätzsch* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 257, 264 (Deutsche Bank).

³³ Vgl. unter VI.2. Der Aktionär kann die an der NYSE erworbenen Aktien auch zunächst über einen DTC-Teilnehmer (*“DTC-participant”*) im mittelbaren Verwahrsystem (*“indirect holding system”*, vgl. unter VI.2) halten lassen und sie später in das *direct holding system* (vgl. unter VI.2) überführen. Im Zusammenhang mit der Überführung der Aktien in das *direct holding system* kann der Aktionär dann auch einzelverbriefte Aktienurkunden verlangen.

³⁴ Clearstream Banking AG Frankfurt ist eine Tochtergesellschaft von Clearstream International. Clearstream International ist am 1.1.2000 aufgrund der Fusion von Cedel International und der Deutsche Börse Clearing AG entstanden und seit Juli 2002 eine 100%ige Tochter der Deutsche Börse AG. Bis zum Jahre 2000 war CBF als Deutsche Börse Clearing AG (DBC) bekannt. Vor 1997 war ihr Name *“Deutscher Kassenverein AG”*. Für weitere Informationen, vgl. www.clearstream.com (zuletzt besucht am 17.7.2003).

³⁵ Vgl. die Fragen und Antworten auf der Homepage von DaimlerChrysler zum Erhalt von Aktienurkunden unter www.daimlerchrysler.com/index_g.htm (Investor Relations, Basisinformationen, Fragen & Antworten) (zuletzt besucht am 20.7.2003). Trotz des in § 4 Abs. 2 S. 1 der Satzung von DaimlerChrysler bestimmten grundsätzlichen Ausschlusses des Anspruchs auf Einzelverbriefung (vgl. Fn. 32) ist die Ausgabe einzelner Aktienurkunden zulässig: Gemäss § 4 Abs. 2 S. 2 seiner Satzung ist DaimlerChrysler berechtigt, *“Aktienurkunden auszustellen, die einzelne Aktien (Einzelaktien) oder mehrere Aktien (Sammelaktien) verbrieft”*, vgl. a.a.O. (Fn. 32).

³⁶ Genau genommen verwahrt DTC mehrere Sammelurkunden. Aus versicherungstechnischen Gründen soll nämlich keine einzelne Sammelurkunde Aktien im Wert von mehr als US\$ 500 Millionen verbrieft, vgl. Memorandum from DTC’s Underwriting Department to Participants, Underwriters, Agents, Trustees, Counsel, and Others Affected (*“Operational Agreements Necessary for an Issue to Become and Remain Eligible for DTC Service”*), S. 2 f., verfügbar über e-mail bei www.dtc.org (zuletzt besucht am 31.7.2003). Auch wenn bei DTC mehrere Sammelurkunden hinterlegt sind, ändert dies nichts an der rechtlichen Beurteilung.

zu" dem Gesamtbetrag der ausgegebenen Aktien verbriefen.³⁷ Verringert sich die Anzahl der in einer Sammelurkunde verbrieften Aktien, wird dies durch eine Erhöhung der in einer anderen Sammelurkunde verbrieften Aktien ausgeglichen. Jede Sammelurkunde könnte somit theoretisch die gesamte Anzahl der ausgegebenen Aktien verbriefen. Dadurch ist eine transatlantische Aktienübertragung von einer Sammelurkunde zur anderen möglich. Die Verwendung von zwei Sammelurkunden ermöglicht ferner sowohl den Gebrauch des deutschen als auch des amerikanischen Buchungssystems ("*clearing system*").

2. *Das Design und Layout*

Aufgrund des weitgehenden Ausschlusses des Anspruchs auf Einzelverbriefung können einzelverbriefte Aktienurkunden ausschließlich an Investoren, die ihre Aktien an der NYSE erwerben, ausgegeben werden. Da es sich vorliegend jedoch um Aktien einer deutschen Gesellschaft handelt, unterliegt ihr Design und Layout nicht nur den Anforderungen des US-amerikanischen Rechts, sondern darüber hinaus auch den deutschen Bestimmungen. Hieraus ergibt sich, dass die einzelverbriefte Aktienurkunde einer globalen Aktie grundsätzlich folgende Anforderungen erfüllen muss: (1) sie muss zweisprachig sein (Englisch/Deutsch), (2) sie muss den Charakter einer deutschen Aktie beibehalten, (3) es muss die Möglichkeit bestehen, dass die US-amerikanische Registrierungsstelle (im Folgenden "US-Registrierungsstelle") einzelverbriefte Aktienurkunden entsprechend den US-amerikanischen Bestimmungen ausstellen

Bei DaimlerChrysler verwahren neben DTC und CBF auch noch Bank of New York und Deutsche Bank Sammelurkunden. Eine Sammelurkunde der Bank of New York dient dazu, die Verbindung zwischen Bank of New York und Deutsche Bank zu unterstützen, vgl. unter VI.4.b). In einer anderen Sammelurkunde der Bank of New York werden Aktien der Broker-Dealer verbrieft, die keine DTC-Teilnehmer ("*DTC-participants*") sind. Die Sammelurkunde der Deutsche Bank vereinfacht die Lieferung einzelverbriefter Aktienurkunden, um in Deutschland geschlossene Kaufverträge zu erfüllen, vgl. unter VI.4.c). Auf die von Bank of New York verwahrte Sammelurkunde sind die Ausführungen über die DTC-Sammelurkunde und auf die von Deutsche Bank verwahrte Sammelurkunde sind die Ausführungen über die CBF-Sammelurkunde entsprechend anwendbar.

Die Verbriefung sämtlicher Aktien in einer von DTC verwahrten Sammelurkunde würde gegen § 9a DepotG verstoßen. Zwar darf CBF einem ausländischen Verwahrer im Rahmen einer gegenseitigen Depotverbindung, die zur Aufnahme eines grenzüberschreitenden Effekten giroverkehrs vereinbart wird, Wertpapiere zur Sammelverwahrung anvertrauen, vgl. § 5 Abs. 4 DepotG. § 9a DepotG verlangt jedoch, dass der inländischen Wertpapiersammelbank im Sinne von § 1 Abs. 3 DepotG eine Sammelurkunde zur Verwahrung übergeben wird. Daneben verlangt § 48 Abs. 2 Satz 2 Nr. 7(a) BörsZulV, dass Gesellschaften, deren Aktien an einer deutschen Börse notiert werden sollen, zu erklären haben, dass die Sammelurkunde bei einer Wertpapiersammelbank im Sinne von § 1 Abs. 3 DepotG hinterlegt worden ist. CBF ist derzeit die einzige Wertpapiersammelbank im Sinne von § 1 Abs. 3 DepotG.

Wären dagegen alle Aktien in einer von CBF gehaltenen Sammelurkunde verbrieft, müsste sich CBF bei der SEC als "*clearing agency*" registrieren lassen und sich der Aufsicht der SEC unterstellen, vgl. §§ 3(a)(23), 17A(b) Securities Exchange Act von 1934. Vgl. auch SEC Rule 17Ab2-1 zum Securities Exchange Act von 1934.

³⁷

Der Text, der auf der Vorderseite der bei CBF verwahrten Sammelurkunde von DaimlerChrysler gedruckt ist, lautet wie folgt: "Globalaktie auf den Namen der Deutsche Börse Clearing AG, Frankfurt am Main, über bis zu [...] auf den Namen lautende Stückaktien mit Aktiennummern gemäss anhängendem Verzeichnis. Die Anzahl der in dieser Globalaktie verbrieften und begebenen (valutierten) Aktien ergibt sich aus den neuesten Depotauszügen der Deutsche Börse Clearing AG. Die Deutsche Börse Clearing AG ist ermächtigt, die Anzahl der in dieser Globalaktie verbrieften Aktien auf bis zu [...] auf den Namen lautende Stückaktien zu valutieren. Die im Aktienbuch der DaimlerChrysler AG eingetragenen Inhaber von Miteigentumsanteilen an dieser Globalaktie sind an der DaimlerChrysler AG als Aktionäre nach Maßgabe ihrer Satzung beteiligt. Die Inhaber von Miteigentumsanteilen an dieser Globalaktie, für welche die Deutsche Börse Clearing AG diese Globalaktie treuhänderisch verwahrt, sowie die den eingetragenen Aktionären jeweils zuzuordnenden Aktiennummern ergeben sich aus dem bei der Deutsche Börse Clearing AG geführten Nummernbuch. Die maßgeblichen Depotauszüge, das Nummernbuch und die zur Valutierung erteilten Aufträge sind Bestandteil dieser Urkunde. Die Urkunde ist ausschliesslich zur Verwahrung bei der Deutsche Börse Clearing AG bestimmt".

und einziehen kann,³⁸ (4) sie muss, soweit wie möglich, mit den Druckanforderungen der jeweiligen Börsen (FWB und NYSE) übereinstimmen und (5) die in der Urkunde enthaltenen Angaben müssen die Anforderungen des deutschen und US-amerikanischen Rechts erfüllen.

Die Druckanforderungen an die Urkunden der an deutschen Börsen notierten Aktien sind in § 8 BörsZulV und in den Druckrichtlinien der deutschen Wertpapierbörsen³⁹ geregelt. Sie beziehen sich nur auf einzelverbriefte Aktienurkunden und nicht auf bei CBF verwahrte Sammelurkunden.⁴⁰ Da letztere sich nicht im Umlauf befinden, besteht kein Bedarf, sie gegen Fälschungen zu sichern.

Die Druckanforderungen der NYSE sind im Listed Company Manual der NYSE aufgeführt.⁴¹ Um die Unterschiede zwischen den deutschen und US-amerikanischen Druckanforderungen im Fall DaimlerChrysler miteinander in Einklang zu bringen, wurde eine (beinahe) vollständige Übereinstimmung mit den Druckanforderungen der NYSE sowie eine "größtmögliche" Übereinstimmung mit den deutschen Druckanforderungen erreicht.⁴² Die "größtmögliche" Übereinstimmung mit den deutschen Druckanforderungen wurde von der FWB und CBF zugelassen, da einzelverbriefte Aktienurkunden nur für den US-amerikanischen Markt bestimmt sind. In Deutschland stellen einzelverbriefte Aktienurkunden bei der Erfüllung von Aktienkaufverträgen nur dann eine zulässige Gegenleistung dar ("good for delivery"), wenn sie bei CBF hinterlegt und eingezogen werden.⁴³

Die US-amerikanische und die deutsche Rechtsordnung unterscheiden sich auch im Hinblick auf die Angaben, die in den einzelverbrieften Aktienurkunden enthalten sein müssen.⁴⁴ Die einzelverbrieften Aktienurkunden von DaimlerChrysler enthalten deswegen alle nach

³⁸ Vgl. hierzu die Ausführungen unter Fn. 86.

³⁹ Gemeinsame Grundsätze der deutschen Wertpapierbörsen für den Druck von Wertpapieren - Druckrichtlinien v. 13.10.1991, Stand 17.4.2000, abrufbar unter www.exchange.de (zuletzt besucht am 20.7.2003).

⁴⁰ Vgl. § 8 Abs. 1 Satz 1 BörsZulV.

⁴¹ Vgl. § 501.01 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 30.7.2002, § 501.03 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 1.6.1986, § 501.04 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 1.6.1986, § 501.05 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 1.12.1996 sowie § 501.13 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 30.7.2001. Weitere Druckanforderungen waren in §§ 502.00–.02 Listed Company Manual der NYSE in der nicht mehr gültigen Fassung v. Juli 1998 aufgeführt. § 502 ist im Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung nicht mehr enthalten, wodurch die Druckanforderungen erheblich vereinfacht wurden. Einzelne Anforderungen des ehemaligen § 502 wurden in § 501 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung aufgenommen.

⁴² Zu der Anforderung deutschen Rechts, Aktiennummern auf Aktienurkunden zu drucken, vgl. nachfolgend unter IV.3. DaimlerChrysler beantragte bei der SEC zwei Ausnahmen von den US-amerikanischen Druckerfordernissen. Einmal war erforderlich, dass die SEC als Ausnahme von § 501.03(A) des Listed Company Manual der NYSE in der auch derzeit noch gültigen Fassung v. 1.6.1986 zuließ, dass im Indossamentaufdruck der DaimlerChrysler-Aktie eine deutsche Registrierungsstelle vorgesehen ist. Ferner beantragte DaimlerChrysler bei der SEC eine Ausnahme von § 502.01(A) des Listed Company Manual der NYSE in der damals gültigen Fassung, der eine in Stahlstich ausgeführte Vignette (z.B. Bilder) auf der Aktienurkunde verlangte. Die SEC hat mit Release Nr. 34-40597 v. 23.10.1998, SEC Docket Bd. 68, S. 732, Fed. Reg. Bd. 63, S. 58435 v. 30.10.1998 diese Ausnahmeanträge genehmigt. Inzwischen hat die NYSE das Erfordernis einer Vignette gänzlich aufgegeben und § 502 des Listed Company Manual der NYSE aufgehoben.

⁴³ Vgl. nachfolgend unter VI.4.c).

⁴⁴ Man vergleiche § 501.01 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 30.7.2002, der die für eine Notierung an der NYSE erforderlichen Angaben auflistet, mit den Anforderungen des deutschen Rechts in §§ 6, 8, 10, 13 AktG. Das deutsche Recht verlangt nicht, dass die Angaben auf der Aktienurkunde in deutscher Sprache abgefasst sein müssen, vgl. Hüffer, a.a.O. (Fn. 26), § 13 Rdn. 4.

deutschem und US-amerikanischem Recht erforderlichen Angaben.⁴⁵

3. Die Nummerierung von Aktienurkunden

In Deutschland repräsentieren einzelverbriefte Aktienurkunden üblicherweise 1, 5, 50, 100, 1.000 oder 10.000 Aktien einer Gesellschaft.⁴⁶ Damit Aktien identifiziert werden können, erhält jede einzelne Aktie in Deutschland eine eigene Nummer (im Folgenden "Aktiennummer").⁴⁷ Mehrfachurkunden enthalten eine Serie von Aktiennummern, die die in ihr verbrieften Aktien kennzeichnen. Somit hat in Deutschland jede Aktie ihre eigene Aktiennummer, die sie auch bei Übertragungen sowie bei Aufteilungen und Zusammenlegungen von Aktienurkunden behält.

Auch das US-amerikanische Recht kennt bei einzelverbrieften Aktien Einzel- und Mehrfachurkunden.⁴⁸ Anders als im deutschen Recht bestimmt der Verwalter eines US-amerikanischen Aktienregisters hier jedoch lediglich eine Nummer für jede Aktienurkunde (im Folgenden "Urkundenummer").⁴⁹ Den in der Urkunde verbrieften einzelnen Aktien weist er dagegen keine Nummern zu.⁵⁰ Bei einer Aktienübertragung wird die Urkunde des Veräußerers eingezogen, die bisherige Urkundenummer gelöscht und eine neue Aktienurkunde mit neuer Urkundenummer, die die entsprechende Anzahl Aktien verbrieft, für den Erwerber ausgestellt. Wird nur ein Teil der in einer Mehrfachurkunde verbrieften Aktien übertragen, wird die ursprüngliche Aktienurkunde eingezogen und es werden zwei neue Aktienurkunden ausgestellt: eine, die die Anzahl der auf den Erwerber übertragenen Aktien verbrieft, und eine, die die beim Veräußerer verbleibenden Aktien verbrieft. Beide Aktienurkunden werden mit neuen Urkundenummern ausgestattet und die alte Urkundenummer wird gelöscht. Auf diese Weise erfolgt auch die Aufteilung von Aktienurkunden in mehrere neue Urkunden und der umgekehrte

⁴⁵ Der Text auf der Vorderseite der einzelverbrieften Aktienurkunden von DaimlerChrysler ist zweisprachig und lautet wie folgt: "[Name des Inhabers] ist mit [...] voll eingezahlten, nicht nachschusspflichtigen, auf den Namen lautenden Stückaktien an der DaimlerChrysler AG, Stuttgart, nach Massgabe ihrer Satzung als Aktionär beteiligt. Die Stückenummer(n) der in dieser Urkunde verbrieften Aktie(n) ergibt/ergeben sich aus dem Aktienbuch. Erwerber dieser Aktie(n) werden auf Antrag im Aktienbuch eingetragen, sofern diese Urkunde entweder ordnungsgemäss indossiert oder zusammen mit einer unterschriebenen Abtretungserklärung vorgelegt wird. Die in dieser Urkunde verbrieften Aktie(n) kann/können bei der Deutsche Bank AG, Zentrale Frankfurt am Main, und in den Vereinigten Staaten von Amerika bei der Bank of New York, New York, N.Y. umgeschrieben werden."

Hinsichtlich des auf der Rückseite der einzelverbrieften Aktienurkunden von DaimlerChrysler abgedruckten Texts vgl. Fn. 101 u. 118.

⁴⁶ Verbrieft eine Urkunde mehrere Aktien, wird sie als Mehrfachurkunde bezeichnet. Verbrieft eine Urkunde dagegen nur eine Aktie, wird sie als Einzelurkunde bezeichnet. Bei den genannten Zahlen handelt es sich nicht um rechtliche Vorgaben, sondern um eine allgemeine Kapitalmarktpraxis. In Deutschland ist es daher auch möglich, Mehrfachurkunden über eine ungerade Anzahl von Aktien auszugeben.

⁴⁷ Auch "Stückenummer" genannt. Vgl. Ziffer A.II.1.1.1 der Gemeinsamen Grundsätze der deutschen Wertpapierbörsen für den Druck von Wertpapieren, a.a.O. (Fn. 39). Die herrschende Meinung verlangt über den Gesetzeswortlaut des § 13 AktG hinaus, dass Aktienurkunden durch Serienzeichen und Nummern identifizierbar sein müssen, vgl. Hüffer, a.a.O. (Fn. 26), § 13 Rdn. 4; Kraft, in: Zöllner (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz (Bd. 1, 2. Aufl. 1988), § 13 Rdn. 9.

⁴⁸ Vgl. § 501.01(B) des Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 30.7.2002.

⁴⁹ Der US-amerikanische Begriff lautet "*certificate number*". Dieser ist auch auf der Vorderseite der einzelverbrieften Aktienurkunden von DaimlerChrysler neben dem deutschen Begriff Urkundenummer abgedruckt. Bei den Sammelurkunden verwendet DaimlerChrysler statt Urkundenummer den Begriff "Ordnungsnummer", vgl. auch Fn. 55.

⁵⁰ Vgl. Brammer in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 399, 409 f.

Fall der Zusammenlegung mehrerer Aktienurkunden in eine neue Aktienurkunde.⁵¹

Um das deutsche System der Aktiennummern und das amerikanische System der Urkundenummern aufeinander abzustimmen, ist es erforderlich, den Urkundenummern, die im US-Unterregister erscheinen, in den Unterlagen der US-Registrierungsstelle jeweils die Aktiennummern der in der Urkunde verbrieften Aktien zuzuordnen.⁵² Nur so können die unter einer Urkundenummer geführten Aktien anhand der deutschen Aktiennummer identifiziert werden. Bei der Übertragung von einzelverbrieften Aktien erhält die dem Erwerber ausgestellte Urkunde nach dem US-amerikanischen System zwar eine neue Urkundenummer; der neuen Urkunde sind jedoch weiterhin die gleichen deutschen Aktiennummern zugewiesen.⁵³ Die einer Aktienurkunde zugewiesenen Aktiennummern können den Unterlagen der globalen und der US-Registrierungsstelle jederzeit entnommen werden.

Da die von CBF und DTC verwahrten Sammelurkunden “bis zu” dem Gesamtbetrag der ausgegebenen Aktien verbriefen,⁵⁴ enthalten sie die Aktiennummern aller ausgegebenen Aktien und den Hinweis, dass die dem eingetragenen Aktionär jeweils zuzuordnenden Aktiennummern sich aus dem bei dem jeweiligen Zentralverwahrer geführten Nummernbuch ergeben.⁵⁵ Jede Sammelurkunde trägt auch eine eigene Urkundenummer (Ordnungsnummer).

4. *Das Dividendenbezugsrecht in den USA und in Deutschland*

Bei deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften sind das Dividendenbezugsrecht sowie das Bezugsrecht auf neue Aktien häufig im Kupon, einem aktienrechtlichen Nebenpapier, verbrieft.⁵⁶ Die Ausgabe von Kupons schreibt das Aktiengesetz nicht vor. Ihre Verwendung ist in Deutschland bei börsennotierten Gesellschaften jedoch üblich, auch wenn die Gesellschaft Namensaktien ausgegeben hat. Der Vorteil von Kupons bei Inhaberaktien ist, dass der Aktionär die Aktienurkunde nicht vorlegen muss, um die Dividende ausgezahlt zu bekommen. Ferner kann der Aktionär unabhängig von seiner Aktie über die Dividendenberechtigung verfügen. Bei Kupons handelt es sich um Inhaberpapiere⁵⁷ und zwar selbst dann, wenn diese in Verbindung mit Namensaktien ausgegeben werden. Namensaktien werden mit Kupons ausgestattet, weil die

⁵¹ Soll eine Aktienurkunde gegen mehrere neue Urkunden mit einer anderen Anzahl verbrieft Aktien pro Urkunde umgetauscht werden, wird die ursprüngliche Urkunde mitsamt ihrer Urkundenummer eingezogen. Anschliessend werden neue Urkunden über die jeweils verbrieft Aktienanzahl mit neuen Urkundenummern für den Aktieninhaber ausgestellt. Entsprechendes gilt beim Umtausch mehrerer Aktienurkunden gegen eine neue Urkunde. Dieses System ermöglicht es, dem US-amerikanischen Aktienregister alle früheren Übertragungen von Aktien sowie Aufteilungen und Zusammenlegungen von Aktienurkunden zu entnehmen.

⁵² Vgl. *Brammer* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 399, 409 f.

⁵³ Ein Beispiel, das die Funktionsweise der Zuordnung von Aktien- zu Urkundenummern im US-Unterregister verdeutlicht, findet sich bei *Gruson*, a.a.O. (Fn. 1), Fn. 72 auf S. 210.

⁵⁴ Vgl. unter IV.1.

⁵⁵ Vgl. die Angaben auf der Vorderseite der bei CBF verwahrten DaimlerChrysler-Sammelurkunde, a.a.O. (Fn. 37). Die Rückseite enthält folgende Angaben: “Verzeichnis der Aktiennummern zur Globalaktie Ordnungs-Nr. [...] – Stückelung: je eine Stückaktie – Anzahl Stücke: bis zu [...] – Aktiennummern: [...] bis [...]”.

⁵⁶ Vgl. *Leuering*, ZIP 1999, 1745, 1749. Der Kupon enthält einen Talon, der dazu dient, den Bogen zu erneuern, wenn alle Kupons verbraucht sind. Gemäss § 75 AktG ist der Anspruch auf Ausgabe neuer Kupons in der Aktie und nicht im Talon verkörpert. Der Inhaber der Aktie kann daher der Ausstellung neuer Kupons an den Inhaber des Talon widersprechen. Der Talon ist lediglich ein Legitimationspapier, vgl. *Hüffner*, a.a.O. (Fn 26), § 75 Rdn. 1.

⁵⁷ Aus diesem Grund erfolgt ihre rechtliche Behandlung grundsätzlich auch in Anlehnung an die §§ 793ff BGB, vgl. *Hüffner*, a.a.O. (Fn. 26), § 58 Rdn. 29.

Dividenden dadurch in Übereinstimmung mit der Marktpraxis ausgezahlt werden können.

Auch der bei CBF verwahrten Sammelurkunde für DaimlerChrysler-Aktien ist ein Sammelkupon (Sammelgewinnanteilsschein) angehängt.⁵⁸

In den USA sind Kupons nicht üblich. Ihre Einführung würde bei US-amerikanischen Investoren zwangsläufig erheblichen Erklärungsbedarf hervorrufen. Bei DaimlerChrysler war man der Ansicht, dass die Verwendung von Kupons die Akzeptanz der globalen Aktie in den USA gefährdet hätte.⁵⁹ Ein separat verbrieftes Kupon würde im US-amerikanischen Recht zudem als separates Wertpapier angesehen werden.⁶⁰ Dies hätte zur Folge, dass jede Dividendenauszahlung eine Registrierung gemäss den Vorschriften des Securities Act von 1933 erfordern würde.⁶¹ Schließlich müssten Systeme und Verfahren für das Einlösen der Kupons entwickelt und implementiert werden.

Anders als die von CBF verwahrte Sammelurkunde für DaimlerChrysler-Aktien ist die von DTC verwahrte und auf den Namen des *nominee* Cede & Co.⁶² ausgestellte Sammelurkunde daher auch nicht mit einem Kupon versehen. Das gleiche gilt für die einzelverbrieften Aktienurkunden, die an Investoren ausgegeben werden können, die ihre Aktien an der NYSE erwerben.

Konsequenterweise ist die Dividendenberechtigung von Aktionären, deren Aktien in der von CBF verwahrten Sammelurkunde verbrieft sind, in dem von CBF verwahrten Sammelkupon enthalten. Die Dividendenberechtigung von Aktionären, deren Aktien in der von DTC verwahrten Sammelurkunde verbrieft sind oder die einzelverbrieften Aktien halten, ist dagegen in den DTC-Sammelurkunden oder den jeweiligen Einzelurkunden selbst verbrieft. Dieser Unterschied beeinflusst die Methode der Dividendenauszahlung: Während in den USA die dividendenberechtigten Aktionäre durch das Aktienregister bestimmt werden, sind in Deutschland allein die Miteigentümer des Sammelkupons – und nicht die im Aktienregister eingetragenen Aktionäre – dividendenberechtigt. Die Miteigentümer des Sammelkupons können nicht anhand des Aktienregisters bestimmt werden, sondern müssen den Unterlagen von CBF und den Depotbanken entnommen werden.⁶³

V. Das Aktienregister

⁵⁸ Dieser Sammelkupon trägt folgenden Aufdruck: "Globalgewinnanteilschein zur Globalaktie mit der Ordnungs-Nr. [...] über bis zu [...] auf den Namen lautende Stückaktien. Der Inhaber dieses Globalgewinnanteilscheins ist berechtigt, die sich aus der vorstehend genannten Globalaktie ergebenden Vermögensrechte geltend zu machen. Die Inhaber von Miteigenumsanteilen an diesem Globalgewinnanteilschein, für welche die Deutsche Börse Clearing AG diesen Globalgewinnanteilschein treuhänderisch verwahrt, ergeben sich aus dem bei der Deutsche Börse Clearing AG geführten Nummernbuch, das Bestandteil dieser Urkunde ist. Der Anspruch auf Auslieferung effektiver Gewinnanteilscheine ist ausgeschlossen. Diese Urkunde ist ausschließlich zur Verwahrung bei der Deutsche Börse Clearing AG bestimmt."

⁵⁹ *Brammer* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 399, 403.

⁶⁰ § 2(a)(1) Securities Act von 1933.

⁶¹ § 5 Securities Act von 1933.

⁶² Bei einem *nominee* handelt es sich um eine Person, die anstelle des Inhabers der Aktie im US-amerikanischen Aktienregister eingetragen wird. Der *nominee* ist mit dem deutschen Legitimationsaktionär vergleichbar. Cede & Co ist der *nominee* von DTC. Er ist daher bei DaimlerChrysler als Aktionär in dem US-Unterregister, das von Bank of New York geführt wird, eingetragen.

⁶³ Das unterschiedliche Verfahren zur Zahlung der Dividenden in Deutschland und den USA wird nachfolgend unter VII beschrieben.

Die gleichzeitige Notierung einer globalen Aktie an einer deutschen und US-amerikanischen Börse erfordert die Führung eines Aktienregisters in beiden Ländern. Die Daten der beiden Register müssen zudem in einem globalen Aktienregister zusammengeführt werden.

1. Das Aktienregister in Deutschland

a) Der Inhalt und die Verwaltung des Aktienregisters

Eine deutsche Gesellschaft, die Namensaktien ausgibt, muss ein Aktienregister führen (vgl. § 67 Abs. 1 AktG).⁶⁴ Die Verwaltung des Aktienregisters obliegt dem Vorstand, der jedoch Dritte mit dieser Aufgabe beauftragen kann.⁶⁵ Ein Charakteristikum deutscher Namensaktien ist, dass die Aktionäre der Gesellschaft, anders als in den USA,⁶⁶ bekannt sind. Denn gemäss § 67 Abs. 1 und 3 AktG ist die Gesellschaft auf Antrag verpflichtet, die Übertragung von Aktien unter Angabe des Namens, Geburtsdatums und der Adresse des jeweiligen Inhabers in das Aktienregister einzutragen. Das Aktienregister enthält auch die Namen, Geburtsdaten und Adressen derjenigen Aktionäre, deren Aktien in der von CBF verwahrten Sammelurkunde verbrieft sind.⁶⁷ Anders als in den USA handelt es sich bei dem im Aktienregister eingetragenen Aktionär zumeist auch um den wahren Inhaber der Aktie. Das für die USA typische Auseinanderfallen zwischen der im Register eingetragenen Person (*“legal owner”*) und dem wirtschaftlichen Eigentümer der Aktie (*“beneficial owner”*) wird dadurch vermieden. Allerdings ist es auch im deutschen Recht möglich, die Depotbank des Aktionärs oder einen von ihm benannten Dritten als Legitimationsaktionär in das Aktienregister eintragen zu lassen. §§ 128, 129 Abs. 3 S. 2, 135 Abs. 7 AktG setzen diese Konstellation voraus.⁶⁸ Sollte sich die Eintragung

⁶⁴ Vgl. Hüffer, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 5; Leuering, ZIP 1999, 1745. Das NaStraG änderte den Namen des Registers von Aktienbuch in Aktienregister, vgl. §§ 65, 67 Abs. 1 AktG. Zur Entstehungsgeschichte des NaStraG, vgl. Seibert, ZIP 2000, 937, 939 f.; Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 13), S. 10.

⁶⁵ Huep, WM 2000, 1623, 1626; Leuering, ZIP 1999, 1745, 1746; Meyer-Sparenberg, WM 1996, 1117, 1120; Diekmann, BB 1999, 1985, 1986; Hüffer, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 5.

⁶⁶ Zur rechtlichen Situation in den USA vgl. nachfolgend unter V.2.

⁶⁷ Ermöglicht wird dies durch die Tatsache, dass jeder Aktionär Bruchteilseigentum an der von CBF verwahrten Sammelurkunde hat, vgl. nachfolgend unter VI.1.

⁶⁸ Vgl. Noack, DB 1999, 1306 f.; Diekmann, BB 1999, 1985, 1986 f.; Huep, WM 2000, 1623, 1625. § 67 Abs. 2 AktG bestimmt, dass im Verhältnis zur Gesellschaft nur derjenige als Aktionär gilt, der als solcher im Aktienregister eingetragen ist. Da der Legitimationsaktionär, wenn auch unter Angabe der Eigenschaft als Legitimationsaktionär, im Aktienregister eingetragen ist, wird er im Verhältnis zur Aktiengesellschaft als Aktionär angesehen. Während der nicht eingetragene Aktionär weiterhin Inhaber der Aktie ist, können die in der Aktie verkörperten Mitgliedschaftsrechte nur durch den Legitimationsaktionär ausgeübt werden. Dies gilt insbesondere für das Stimmrecht, vgl. Diekmann, BB 1999, 1985, 1987. Ein als Legitimationsaktionär eingetragenes Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitut darf das Stimmrecht jedoch nur dann ausüben, wenn es gemäss § 135 Abs. 7 S. 1 AktG vom Inhaber der Aktie zu dessen Ausübung schriftlich ermächtigt worden ist. Eine einfache Stimmrechtsvollmacht ist nicht ausreichend. Die rechtlich exakte Erfassung der Eintragungswirkung des § 67 Abs. 2 (Legitimation, Vermutung oder Fiktion) bereitet seit jeher Schwierigkeiten, vgl. Hüffer, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 13.

Dass Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute als Legitimationsaktionäre auftreten können, ergibt sich aus §§ 128 Abs. 1 und 7, 125 Abs. 5 AktG. Nach §§ 1, 32 KWG werden Institute, die man in den USA als Broker-Dealer bezeichnen würde, in Deutschland ebenfalls unter einer Banklizenz tätig, vgl. Gruson in: Gruson/Reisner (Hrsg.), Regulation of Foreign Banks – United States and International (Bd. 2, 3. Aufl. 2000), § 8.03, S. 355ff. (4. Aufl. in Vorbereitung).

Im Gegensatz zu dem deutschen Legitimationsaktionär ist der US-amerikanische *nominee* als im Aktienregister eingetragener Aktionär nach den Vorschriften des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts stimmberechtigt. Im Ergebnis ist der Unterschied zwischen Legitimationsaktionär und *nominee* jedoch gering, da sich der *nominee* nach den Vorschriften des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts vom *beneficial owner* Anweisungen zur Ausübung des Stimmrechts geben lassen muss, vgl. unter V.2 und VIII.2.

von Legitimationsaktionären in Deutschland durchsetzen, würde das deutsche Aktienregister seinen Informationsgehalt verlieren und sich insoweit dem US-amerikanischen Aktienregister angleichen. Das für die Einführung von Namensaktien vorgebrachte Argument von der Erleichterung der Kommunikation mit den Investoren und der Pflege der sog. “investor relations”⁶⁹ verlöre dadurch an Bedeutung.

Nach deutschem Recht sind Veräußerer und Erwerber von Namensaktien nicht verpflichtet, die Aktienübertragung im Aktienregister eintragen zu lassen.⁷⁰ Ferner ist die Eintragung keine Bedingung für die Wirksamkeit einer Aktienübertragung.⁷¹ Das US-amerikanische Recht unterscheidet sich diesbezüglich nicht vom deutschen Recht.⁷² Mängel bei der Übertragung selbst werden weder nach deutschem noch nach US-amerikanischem Recht durch die Eintragung im Aktienregister geheilt.⁷³ Nach deutschem Recht wird der Erwerber Eigentümer der Aktien oder, im Falle einer Sammelurkunde, Miteigentümer nach Bruchteilen an der Sammelurkunde, auch wenn er nicht im Aktienregister eingetragen wird.⁷⁴ Wenn die Eintragung eines neuen Aktionärs gewünscht wird, muss der Verkäufer oder der Erwerber der Namensaktie der Gesellschaft die Übertragung mitteilen und nachweisen (vgl. § 67 Abs. 3 AktG). Die Gesellschaft trägt die Übertragung dann in das Aktienregister ein.⁷⁵ Im Verhältnis zur Gesellschaft besteht gemäss § 67 Abs. 2 AktG eine unwiderlegliche Vermutung, dass nur diejenigen Personen, die im Aktienregister als Aktionäre eingetragen sind, auch Aktionäre der Gesellschaft sind.⁷⁶ Folglich sind auch nur die im Aktienregister eingetragenen Personen in der

⁶⁹ So z.B. *Blitz* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 373, 375; *Brammer* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O., S. 401, 413 f.; *Kastner* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, S. 335, 348 f.; *von Rosen/Gebauer* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, S. 127, 134ff. Die Regierungsbegründung zum NaStraG, a.a.O. (Fn. 13), führt hierzu auf S. 13 aus: „Letzteres [Eintragung eines Legitimationsaktionärs im Aktienregister] kann vorkommen, wenn der Erwerber die Umschreibung im Aktienbuch nicht wünscht. Im Ausland ist dies nicht selten. Wie die Entwicklung in Deutschland verläuft, bleibt abzuwarten.“

⁷⁰ Der frühere § 68 Abs. 3 S. 1 AktG verlangte dem Wortlaut nach zwar eine derartige Eintragung. Nach h.M. war eine Eintragung jedoch nicht erforderlich, vgl. *Huep*, WM 2000, 1623, 1629; *Leuering*, ZIP 1999, 1745, 1746. Durch das NaStraG wurde § 68 Abs. 3 S. 1 AktG aufgehoben und gleichzeitig § 67 Abs. 4 AktG eingefügt, der Mitteilungspflichten für Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute festlegt, vgl. Fn. 82 und begleitenden Text.

⁷¹ *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 68, Rdn. 3; *Huep*, ZIP 1999, 1623, 1629; *Leuering*, ZIP 1999, 1745, 1747. Vgl. zur Aktienübertragung nachfolgend unter VI.1.

⁷² Vgl. z.B. § 201 Delaware General Corporation Law in Verbindung mit § 8-401 UCC. Vgl. *Anderson*, Uniform Commercial Code (Bd. 8, 3. Aufl. 1996), § 8-401:7, S. 566; *Welch/Turezyn* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 28), § 159.4, S. 305.

⁷³ Vgl. *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 11. Für das US-amerikanische Recht vgl. § 8-404 UCC; *Anderson*, a.a.O. (Fn. 72), §§ 8-404:1–:10, S. 619ff.

⁷⁴ Vgl. *Wiesner* in: Hoffmann-Becking (Hrsg.) Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts (Bd. IV, 2. Aufl. 1999), § 14 Rdn. 40; *Diekmann*, BB 1999, 1985, 1987; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 11.

⁷⁵ Vgl. *Leuering*, ZIP 1999, 1745, 1746 f.; *Lutter* in: Zöllner (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 47), § 68 Rdn. 53ff.; *Diekmann*, BB 1999, 1985, 1987. Faktisch erfolgt die Umtragung im Aktienregister im Wege der automatischen Einspeisung der Daten durch CBF in das elektronische Aktienregister, wobei in der Datenübermittlung durch die Depotbanken an CBF die Mitteilung zur Umschreibung liegen soll, vgl. Regierungsbegründung zum NaStraG, a.a.O. (Fn. 13), S. 11. Die Ermächtigung der Kreditinstitute, die Umschreibung im Aktienregister zu veranlassen, folgt sowohl für den Verkäufer als auch für den Käufer der Aktien aus der Kommissionärsstellung der Bank gegenüber dem Kunden, vgl. *Diekmann*, BB 1999, 1985, 1987; *Kümpel*, WM 1983 (Sonderbeilage 8), S. 18 f.

⁷⁶ Vgl. *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 12ff.; *Bungeroth/Hefermehl* in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), Aktiengesetz (Bd. 1, 1. Aufl. 1984), § 67 Rdn. 23; *Lutter* in: Zöllner (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 47), § 67 Rdn. 19; *Huep*, WM 2000, 1623, 1625; *Diekmann*, BB 1999, 1985, 1987; *Noack*, ZIP 1999, 1993, 1995; *Leuering*, ZIP 1999, 1745, 1748. Eine Mindermeinung ist der Ansicht, dass § 67 Abs. 2 AktG eine

Lage, die in der Aktie verkörpert Mitgliedschaftsrechte auszuüben.⁷⁷ Ähnlich kann nach US-amerikanischem Recht auch nur die im Aktienregister ausgewiesene Person die Verwaltungsrechte des Aktionärs – etwa das Stimmrecht auf der Hauptversammlung – ausüben.⁷⁸ Diesbezüglich unterscheiden sich deutsches und US-amerikanisches Recht also nicht.

Unterschiede bestehen jedoch hinsichtlich eines anderen wesentlichen Punkts. Da sowohl die Dividendenberechtigung als auch die Bezugsrechte im deutschen Recht in einem Kupon verbrieft sind, ist der Eigentümer des Kupons bzw. der Miteigentümer des Sammelkupons und nicht der im Aktienregister eingetragene Aktionär Dividenden- und Bezugsberechtigter. Eigentum und Miteigentum an den Kupons hängen nicht von der Eintragung im Aktienregister ab.⁷⁹ In den USA ist hingegen nur der am Dividendenstichtag im Aktienregister der Gesellschaft eingetragene Aktionär dividendenberechtigt.⁸⁰

Im Gegensatz zum Veräußerer und Erwerber von Namensaktien sind die Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, bei denen der Veräußerer bzw. der Erwerber sein Wertpapierdepot unterhält,⁸¹ bei Aktienübertragungen verpflichtet, die zum Errichten und Verwalten des Aktienregisters notwendigen Daten der Gesellschaft zu übermitteln (vgl. § 67 Abs. 4 AktG).⁸² Diese Verpflichtung wird durch Übermittlung der erforderlichen Daten an CBF

Legalfiktion für die Aktionärserschaft des im Register Eingetragenen enthält, vgl. *Baumbach/Hueck*, Kommentar zum Aktiengesetz (13. Aufl. 1968), § 67 Rdn. 10; *Wilhelmi* in: v. Godin/Wilhelmi (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz (4. Aufl. 1971), § 67 Rdn. 6 f

⁷⁷ H.M., *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 10; *Diekmann*, BB 1999, 1985, 1987; OLG Celle, Urteil v. 7.9.1983, AG 1984, 266, 268.

⁷⁸ Nach § 8-207(a) UCC hat die Gesellschaft das Recht, den registrierten Aktionär als Aktionär zu behandeln, solange nicht ein Antrag auf Änderung des Aktienregisters gestellt wurde: *“Before due presentment for registration of transfer of a certificated security in registered form (...), the issuer (...) may treat the registered owner as the person exclusively entitled to vote, receive notifications, and otherwise exercise all the rights and powers of an owner.”*

⁷⁹ Zu den Kupons, siehe unter IV.4 und VII.1. Vgl. *Diekmann*, BB 1999, 1985, 1987. Das nach der Abwicklung einer Gesellschaft auf die Aktionäre zu verteilende Vermögen (§ 271 Abs. 1 AktG) wird dagegen auf die im Register eingetragenen Personen verteilt. Eine vergleichbare Regelung enthält das US-amerikanische Recht, vgl. § 281(a) u. (b) Delaware General Corporation Law. Werden Dividenden- oder Bezugsrechte nicht durch einen Kupon vermittelt, ist allerdings die im Aktienregister eingetragene Person dividenden- und bezugsberechtigt, vgl. *Diekmann*, BB 1999, 1985, 1987.

⁸⁰ Vgl. hierzu nachfolgend unter VII.1.

⁸¹ Die Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute sind die Verwahrer im Sinne von § 1 Abs. 2 DepotG. Das Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitut, bei dem der Veräußerer oder Erwerber der Aktien sein Aktiendepot hat, wird in diesem Aufsatz gelegentlich als Depotbank bezeichnet.

⁸² Die Pflicht der Depotbanken zur Datenübermittlung wurde durch das NaStraG eingefügt. Sie umfasst den Erwerb von Aktien mittels Übertragung und Erbfall sowie Namens- und Adressänderungen von Aktionären. Das NaStraG geht vom Leitbild eines vollständigen Aktienregisters aus, vgl. Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 13), S. 11. Die Pflicht zur Datenübermittlung besteht allerdings nur solange der Aktionär nicht abweichende Weisungen erteilt bzw. im Einzelfall widersprochen hat. Einigen sich der Erwerber und seine Depotbank auf eine Eintragung der Depotbank, so wird die Depotbank im Aktienregister als Legitimationsaktionärin eingetragen, vgl. Fn. 68 und begleitenden Text. Vgl. zu § 67 Abs. 4 AktG Regierungsbegründung, s.o.; *Seibert* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 11, 21; *ders.*, ZIP 2000, 937, 940.

Im CASCADE-RS System, dem von CBF genutzten Clearingsystem zur Verwaltung von girosammelverwahrten Namensaktienbeständen (vgl. Fn. 13), werden die Aktien in drei verschiedenen Beständen verwaltet und verwahrt, vgl. Nr. 52 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen von CBF v. März 2001 (im Folgenden “AGB der CBF”), abrufbar unter www.clearstream.com/gen/pdf/gtccbfg_74_de_s.pdf (zuletzt besucht am 20.7.2003). Im sog. Hauptbestand befinden sich die Aktien, die unter dem Namen eines bestimmten Aktionärs im Aktienregister erfasst sind. Der sog. freie Meldebestand dagegen weist alle Aktien aus, die keinem bestimmten Aktionär zugewiesen sind. Das System entält als weitere Bestandgliederung den sog. zugewiesenen Meldebestand. Im zugewiesenen Meldebestand sind alle Aktien enthalten, deren Registrierung beantragt, aber noch nicht eingetragen wurde. Verkauft ein Aktionär seine

erfüllt. Die Daten werden dann von CBF bearbeitet und an die Registrierungsstelle weitergeleitet.⁸³ Nach erfolgter Registrierung erteilt die Registrierungsstelle CBF eine Bestätigung, in deren Anschluss CBF die Depotbank des Käufers benachrichtigt. Welche Daten zum Verwalten des Aktienregisters notwendig sind, richtet sich u.a. nach den Bedürfnissen der Gesellschaft.⁸⁴ Neben den in § 67 Abs. 1 AktG aufgeführten Daten der Namen, Geburtsdaten, Adressen, Stückzahlen/Aktiennummern und der Beträge bei Nennbetragsaktien, kann die Gesellschaft gemeinsam mit CBF andere Datenkategorien einrichten (Customizing), die sie für die Auswertung des Aktienregisters als notwendig erachtet, z.B. die Nationalität der Aktionäre.

Es bestehen verschiedene Möglichkeiten zur Verwaltung des Aktienregisters. Wenn die Gesellschaft über die notwendigen Computersysteme verfügt, kann sie das Aktienregister selbst verwalten.⁸⁵ Die Gesellschaft kann auch Dritte mit der Verwaltung des Aktienregisters beauftragen. Bei DaimlerChrysler werden das nach § 67 AktG erforderliche Aktienregister sowie ein Unterregister für die von CBF in Deutschland verwahrten Aktien von der registrar services GmbH, einer Tochter der Deutsche Bank verwaltet. Hierbei wird die registrar services GmbH jedoch durch verschiedene Computerdienstleistungen von CBF unterstützt.⁸⁶

bei CBF sammelverwahrte Aktie, veranlasst die Depotbank des Verkäufers, dass CBF die Aktie vom Hauptbestand in den freien Meldebestand überträgt. Beantragt die Depotbank des Käufers die Eintragung der Übertragung in das Aktienregister, weist CBF die Aktien dem Käufer zu und überführt sie aus dem freien in den zugewiesenen Meldebestand. Ferner wird die Registrierung der Übertragung im Aktienregister elektronisch beantragt. Erst wenn die Registrierungsstelle die Erfassung der Übertragung bestätigt, werden die Aktien bei CBF in den Hauptbestand übertragen. Vgl. *Blitz*, in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 373, 377 f.

Widerspricht ein Aktionär der Datenübermittlung generell oder im Einzelfall und verlangt er auch nicht die Eintragung eines Legitimationsaktionärs, so verbleiben die veräußerten Aktien bei CBF im freien Meldebestand. Der Käufer erwirbt jedoch auch in diesem Fall Bruchteilseigentum an der Sammelurkunde und dem Sammelkupon und damit auch ein Dividendenbezugsrecht, vgl. nachfolgend unter VI.1 und VII.2. Im Verhältnis zur Gesellschaft gilt er jedoch nicht als Aktionär und kann demgemäß auch keine Aktionärsrechte ausüben. Insbesondere hat er kein Stimmrecht auf der Hauptversammlung, vgl. nachfolgend unter VIII. Da aber das Dividendenbezugsrecht in Deutschland anders als in den USA nicht von einer Eintragung im Aktienregister abhängt, ist der Anreiz zur Registrierung geringer als in den USA. Aus diesem Grund ist die Anzahl der unregistrierten Aktien im freien Meldebestand von CBF auch relativ hoch. Obwohl das NaStraG vom Leitbild eines vollständigen Aktienregisters ausgeht, führt der freie Meldebestand zu einer gewissen Ungenauigkeit des Registers. Allerdings befindet sich der größte Teil der Aktien im Hauptbestand und ist somit bestimmten Aktionären namentlich zugeordnet.

⁸³ Nr. 46(3) der AGB der CBF, a.a.O. (Fn. 82). Vgl. *Chudaska* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 355, 359. Die eigentliche Bearbeitung der Daten wird von Deutsche Börse Systems AG, einer 100%igen Tochter der Deutsche Börse AG, vorgenommen.

⁸⁴ *Bredbeck/Schmidt/Sigl* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 315, 319

⁸⁵ Z.B. unterhalten Allianz AG und Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft in München ihr Aktienregister selbst unter Nutzung der Software von CSC Ploenzke.

⁸⁶ Bei einem globalen Aktienprogramm muss die Gesellschaft sowohl mit einer deutschen als auch mit einer US-Registrierungs- (*“registrar”*) und Übertragungsstelle (*“transfer agent”*) Verträge zur Führung der Aktienregister abschließen. Eine Registrierungsstelle ist eine Treuhandgesellschaft oder Bank, die für die Erfassung der Daten der Wertpapierinhaber verantwortlich ist. Die Registrierungsstelle soll verhindern, dass mehr Aktien im Umlauf sind, als von der Gesellschaft ausgegeben wurden. Die Übertragungsstelle zeichnet die Namen, Adressen und Anzahl der Aktien aller registrierten Aktionäre auf und beaufsichtigt den ordnungsgemässen Einzug und die Neuausstellung von Aktienurkunden. Beide Aufgaben werden typischerweise von einer Bank ausgeführt. Dieser Aufsatz verwendet den Begriff der Registrierungsstelle zur Bezeichnung der Bank, die sowohl die Aufgabe einer Registrierungsstelle als auch die Aufgaben einer Übertragungsstelle übernommen hat.

Bei DaimlerChrysler ist Bank of New York sowohl US-Registrierungsstelle als auch Unterübertragungsstelle (*“sub transfer agent”*) für die in den bei DTC und den bei Bank of New York verwahrten Sammelurkunden verbrieften Aktien und die einzelverbrieften Aktienurkunden. Deutsche Bank ist sowohl deutsche Registrierungs- und Übertragungsstelle für die in den bei CBF und den bei Deutsche Bank verwahrten Sammelurkunden verbrieften Aktien als auch globale Registrierungs- und

Das AktG selbst sagt nichts dazu aus, ob das Aktienregister einer deutschen Gesellschaft im Inland zu führen ist. Da das aktienrechtliche Schrifttum das Aktienregister jedoch übereinstimmend als "sonstige erforderliche Aufzeichnung" i.S.v. § 239 HGB einstuft⁸⁷ und derartige Aufzeichnungen nach der handelsrechtlichen Literatur auch im Ausland geführt werden können,⁸⁸ begegnet die Führung des Aktienregisters im Ausland letztlich keinen rechtlichen Bedenken. Bei der Führung des Aktienregisters durch einen im Ausland ansässigen Dritten ist jedoch zu bedenken, dass der Vorstand auch in diesem Fall für die ordnungsgemäße Verwaltung des Registers verantwortlich bleibt. Um dieser Pflicht gerecht zu werden, bedarf es neben eines Einsichtsrechts auch noch eines Weisungsrechts des Vorstands gegenüber dem das Register führenden Dritten.⁸⁹ Beide Rechte muss der Vorstand jederzeit ungehindert ausüben können. Wird das Aktienregister im Ausland geführt, muss dafür gesorgt werden, dass dies nicht die Pflicht des Vorstands zur Überwachung des Registers beeinträchtigt.

b) Die Einsichtsrechte der Aktionäre

Während in Deutschland das Einsichtsrecht der Aktionäre durch das NaStraG auf die zu ihrer Person gehörenden Daten beschränkt wurde (vgl. § 67 Abs. 6 AktG),⁹⁰ gewährt das Recht von Delaware und New York jedem Aktionär ein unbeschränktes Einsichtsrecht.⁹¹ Allerdings ist zu berücksichtigen, dass das US-amerikanische Aktienregister einer Publikumsgesellschaft

Übertragungsstelle für alle Aktien. Die Ausgestaltung der Vertragsbeziehung zu den Registrierungsstellen kann entweder durch separate Verträge mit allen drei Registrierungsstellen erfolgen oder wie bei DaimlerChrysler durch lediglich einen Vertrag mit der deutschen Registrierungsstelle (Deutsche Bank), die selbst einen Untervertrag mit der US-Registrierungsstelle (Bank of New York) zur Führung eines Unterregisters und ggfs. einen weiteren Untervertrag mit der globalen Registrierungsstelle abschließt. Die zweite Methode ist deshalb von Vorteil, weil die deutsche Registrierungsstelle dadurch die Verantwortung für die Funktionsfähigkeit des gesamten Systems trägt. Bei Einzelverträgen wäre dagegen ein erhöhter Koordinierungsaufwand erforderlich. Zu den Anforderungen der NYSE an den *registrar* und den *transfer agent* vgl. Rule 496 NYSE Guide (CCH) ¶ 2496 und §§ 601.00ff. Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung.

⁸⁷ Vgl. Hüffer, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 4; Leuering, ZIP 1999, 1745.

⁸⁸ Vgl. Baumbach/Hopt, HGB (30. Aufl. 2000), § 239 Rdn. 4; Morck in: Koller/Roth/Morck, Handelsgesetzbuch Kommentar (3. Aufl. 2000), § 239 Rdn. 4.

⁸⁹ Bei DaimlerChrysler wird das Register in Deutschland geführt. In den USA befindet sich lediglich ein Unterregister, vgl. Fn. 22 u. 86. Zur rechtlichen Verantwortung, vgl. Diekmann, BB 1999, 1985, 1985; Leuering, ZIP 1999, 1745, 1746. Man muss die Frage des Ortes, an dem das Aktienregister geführt wird, von der Frage trennen, an welchem Ort eine Eintragung stattfinden kann. Eine Eintragung kann unproblematisch im Ausland erfolgen, wie dies bei DaimlerChrysler durch Bank of New York als US-Registrierungsstelle geschieht.

⁹⁰ Zur Entstehungsgeschichte: Seibert, ZIP 2000, 937, 940 f.; vgl. auch die Diskussion bei Huep, WM 2000, 1623, 1626ff. sowie die Regierungsbegründung zum NaStraG, a.a.O. (Fn. 13), S. 11, 20 (Stellungnahme des Bundesrats) u. 23 (Erwiderung der Bundesregierung auf die Stellungnahme des Bundesrats). Der Bundesrat hatte u.a. vorgeschlagen, Aktionären ein Informationsrecht über Aktionäre einzuräumen, die mehr als 5 % der Aktien der Gesellschaft halten. Die Bundesregierung wies diesen Änderungsvorschlag jedoch zurück.

In diesem Zusammenhang ist auf die Veröffentlichungspflicht bei bestimmten Beteiligungsquoten an den Stimmrechten der Gesellschaft hinzuweisen, §§ 21-30 WpHG. Ungeklärt ist, ob die Ratio dieser Normen darin liegt, den Markt (vgl. Hüffer, a.a.O. (Fn. 26), Anhang zu § 22, Rdn. 1 zu § 21 WpHG) oder nur die Gesellschaft zu informieren (vgl. Schneider in: Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (2. Aufl. 1999), § 21 Rdn. 94). Eine entsprechende Regelung findet sich auch im US-amerikanischen Recht: Rule 13d-1 zum Securities Exchange Act von 1934 verpflichtet den wirtschaftlichen Eigentümer ("beneficial owner") von mehr als 5 % der bei der SEC registrierten Wertpapiere (vgl. § 12 Securities Exchange Act von 1934) einer Gesellschaft, bei der SEC ein Formularblatt 13D einzureichen.

⁹¹ §§ 219, 220 Delaware General Corporation Law; §§ 607, 624, New York Business Corporation Law; § 16.02 Model Business Corporation Act Annotated (3. Aufl. 1998/99). Vgl. Wunderlich/Labermeier in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 143, 159.

regelmäßig nur Eintragungen der von einigen Wertpapierhändlern benannten *nominee* und ansonsten die Eintragung des von DTC benannten *nominee* Cede & Co. enthält. Diese Eintragungen sind für die Aktionäre nur von geringem Interesse.

2. Das Aktienregister in den USA

Im Gegensatz zum deutschen Aktienregister enthält das Aktienregister in den USA nicht die Namen der wirtschaftlichen Eigentümer der Aktien (*“beneficial owner”*). Sind Aktien in den bei DTC verwahrten Sammelurkunden verbrieft, enthält das Aktienregister nur den von DTC benannten *nominee* Cede & Co. Im Fall einzelverbrieftter Aktienurkunden im mittelbaren Verwahrsystem (*“indirect holding system”*, vgl. Beschreibung unter VI.2) wird im Aktienregister nicht deren *beneficial owner* geführt, sondern regelmäßig ein vom depotführenden Broker-Dealer des Eigentümers benannter *nominee* (sog. Registrierung im *“street name”*).⁹² Neben den *nominee* enthält das Aktienregister die Namen der Inhaber einzelverbrieftter Aktienurkunden, die ihre Aktien im unmittelbaren Verwahrsystem (*“direct holding system”*, vgl. Beschreibung unter VI.2) halten. Das führt dazu, dass das Register nicht geändert werden muss, wenn eine in der DTC-Sammelurkunde verbrieftte Aktie von einem *beneficial owner* auf einen anderen übertragen wird und der neue *beneficial owner* ebenfalls keine Einzelverbrieftung verlangt, sondern seine Aktie durch einen anderen DTC-Teilnehmer hält.

Nach den Grundsätzen des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts ist der im Aktienregister eingetragene Aktionär (*“legal owner”*) berechtigt, das Stimmrecht auf der Hauptversammlung auszuüben. Dies gilt auch dann, wenn es sich bei dem *legal owner* um einen blossen *nominee* handelt. Allerdings ist der *nominee* nach den Grundsätzen der NYSE verpflichtet, vor Ausübung des Stimmrechts eine vom *beneficial owner* ausgestellte Vollmacht (Weisung) einzuholen.⁹³

Während das US-amerikanische Gesellschaftsrecht sich grundsätzlich auf den *legal owner* bezieht, betrachtet das US-amerikanische Kapitalmarktrecht den *beneficial owner*⁹⁴ der Aktie als ihren wahren Eigentümer. Die *proxy solicitation rules*⁹⁵ sollen die Kluft zwischen rechtlichem und wirtschaftlichem Eigentum überbrücken, indem die Broker-Dealer und Banken die Kommunikation der Gesellschaft mit den *beneficial owner*, die ihre Kunden sind, übernehmen. Das US-amerikanische Kapitalmarktrecht enthält diesbezüglich ausführliche und

⁹² Das System, nach dem Aktien in einem *“street name”* gehalten werden, vereinfacht die Übertragung von Aktien. Sie müssen lediglich von dem *nominee* indossiert werden, der typischerweise eine *“nominee partnership”* bestehend aus Angestellten des Broker-Dealer oder der Bank, bei der der *beneficial owner* sein Wertpapierdepot unterhält, ist. Vgl. allgemein zur Registrierung im *street name*, Guttman, Modern Securities Transfers (3. Aufl. 2002 Loseblatt Stand 11/2002), § 3:1, S. 3-2ff. u. § 5:13, S. 5-32 f. In den USA werden solche *nominee partnership* und nicht die Broker-Dealer oder Banken in das Aktienregister als *nominee* eingetragen, weil die Übertragung von Aktien durch eine Kapitalgesellschaft die Vorlage eines Beschlusses des Board of Directors dieser Kapitalgesellschaft erfordert. Vgl. Guttman, s.o., § 14:28, S. 14-33. Das US-Unterregister von DaimlerChrysler führt auch den *nominee* der Bank of New York als *nominee* für Aktien auf, die in den bei Bank of New York verwahrten Sammelurkunden verbrieft sind, vgl. Fn. 36.

⁹³ Vgl. nachfolgend unter VIII.2.

⁹⁴ Vgl. Rule 14b-2(a)(2), Rule 13d-3 u. Rule 16a-1(a) zum Securities Exchange Act von 1934 für Definitionen des Begriffs *beneficial owner*.

⁹⁵ D.h. die Vorschriften über die Werbung und die Erteilung von Abstimmungsvollmachten und die Rolle der Gesellschaft, der DTC, der Depotbanken, Broker-Dealer und NYSE-Mitgliedsorganisationen in diesem Prozess. Vgl. SEC Release Nr. 34-21901 v. 28.3.1985, SEC Docket Bd. 32, S. 1038, Fed. Reg. Bd. 50, S. 13,612 v. 05.04.1985, [1984-1985 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. ¶ 83,756; SEC Release Nr. 34-22533 v. 15.10.1985, SEC Docket Bd. 34, S. 384, Fed. Reg. Bd. 50, S. 42,672 v. 22.10.1985, [1985-1986 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. ¶ 83,930.

komplexe Regelungen, die eine Aktiengesellschaft berechtigen, von DTC und ihren Teilnehmern sowie Broker-Dealer, Banken und anderen *nominee*, die nicht DTC-Teilnehmer sind, die Anzahl der von ihnen betreuten *beneficial owner* zu erfragen und andererseits Broker-Dealer, Banken usw. zur Weitergabe des von der Gesellschaft für ihre Aktionäre vorbereiteten Informationsmaterials verpflichten.⁹⁶ Die komplizierten US-amerikanischen Regelungen zeigen, wie vorteilhaft Aktienregister sind, in denen die wahren Inhaber der Aktien namentlich aufgeführt sind. Die eine unmittelbare Kommunikation zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären verhindernden US-amerikanischen Regelungen basieren zum einen auf der Besorgnis der Broker-Dealer, dass eine Gesellschaft die Information über ihre Aktionäre missbrauchen könnte.⁹⁷ Zum anderen ist nach Auffassung der SEC ein Vermittler zur effektiven Durchführung der Kommunikation zwischen Aktionär und Gesellschaft vorzuziehen.⁹⁸

Das US-Unterregister für die in den USA ausgegebenen einzelverbrieften Aktienurkunden und die bei DTC und Bank of New York⁹⁹ verwahrten Sammelurkunden wird bei Bank of New York geführt, die als US-Registrierungsstelle fungiert. Die US-Registrierungsstelle gleicht ihre Daten mit DTC ab.

3. Das globale Aktienregister

Bei DaimlerChrysler werden die aus den Unterregistern in Deutschland und den USA stammenden Daten im globalen Aktienregister täglich elektronisch zusammengeführt. Das globale Register wird von Deutsche Bank als globaler Registrierungsstelle verwaltet. Das globale Register soll sicherstellen, dass die Anzahl der Aktien, die in den von DTC, CBF,

⁹⁶ Will eine Gesellschaft ihren *beneficial owner* Vollmachtsmaterial oder Geschäftsberichte zukommen lassen oder ist sie hierzu gesetzlich verpflichtet, fordert sie bei DTC eine Liste der DTC-Teilnehmer an, auf deren DTC-Depots Aktien der Gesellschaft gebucht sind. Hierdurch erfährt sie die Anzahl der auf den DTC-Depots der DTC-Teilnehmer gebuchten Aktien. DTC ist verpflichtet, die erforderliche Information zu liefern, vgl. Rule 17Ad-8(b) zum Securities Exchange Act von 1934. Diese Information heißt "*securities position listing*", vgl. Rule 17Ad-8(a) zum Securities Exchange Act von 1934. Ferner kann die Gesellschaft bei den einzelnen Broker-Dealer, Banken und anderen *nominee* erfragen, wie viele Kopien dieses Materials diese Institute brauchen, um es an ihre Kunden, die *beneficial owner* der Aktien sind, weiter zu leiten. Die Gesellschaft muss den Instituten die nötige Anzahl des Materials zur Verfügung stellen und diese müssen es an die *beneficial owner* weiterleiten, vgl. Rule 14a-13(a)(1)-(4), Rule 14b-1(b)(1) u. (2) zum Securities Exchange Act von 1934. Zur Versendung von Geschäftsberichten und Zwischenberichten, nicht aber von Vollmachtsmaterial und Dividendenzahlungen, kann der Broker-Dealer, die Bank, etc. der Gesellschaft die Namen und Adressen der *beneficial owner* zur Direktversendung des Materials weitergeben, wenn diese einer solchen Weitergabe nicht widersprechen, vgl. Rule 14b-1(b)(3), Rule 14b-1(c), Rule 14b-2(b)(1), Rule 14b-2(b)(4) u. Rule 14b-2(c) zum Securities Exchange Act von 1934. Vgl. *Bloomenthal*, Securities Law Handbook (2003), § 17:9ff., S. 945ff.; *Guttman*, a.a.O. (Fn. 92), § 2:2, S. 2-8ff. Die Regeln für Broker-Dealer und für Banken unterscheiden sich voneinander. Die SEC Verordnungen werden durch Börsenregeln weiter ausgefüllt, vgl. § 402 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung.

⁹⁷ SEC Release Nr. 34-16443 v. 20.12.1979, SEC Docket Bd. 19, S. 3, Fed. Reg. Bd. 44, S. 76774 v. 28.12.1979, [1979-1980 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. ¶ 82,390. Vgl. Rule 14a-13(b)(4) zum Securities Exchange Act von 1934, nach der die von den *nominee* erhaltenen Informationen über die *beneficial owner* der Aktien nur zum Zweck der "*corporate communication*" benutzt werden dürfen. Vgl. SEC Release Nr. 34-22533, a.a.O. (Fn. 95) unter Abschnitt IV.B.3.

⁹⁸ SEC Release Nr. 34-22533, a.a.O. (Fn. 95), unter Abschnitt IV A 1. Auf der anderen Seite bemüht sich die SEC in jüngster Zeit aber auch um eine Verbesserung der direkten Kommunikation zwischen den Aktionären und ihrer Gesellschaft. In diesem Zusammenhang hat die SEC vorgeschlagen, dass das Vollmachtsmaterial Informationen über die von der Gesellschaft geschaffenen Einrichtungen für eine direkte Kommunikation zwischen Aktionären und dem *board of directors* sowie Anleitungen für deren Benutzung zu enthalten hat, vgl. SEC-Release Nr. 34-48301 v. 8.8.2003, SEC Docket Bd. █, S. █, Fed. Reg. Bd. 68, S. 48724 v. 14.8.2003, Fed. Sec. L. Rep. ¶ 86,954. Der SEC-Release ist auch unter www.sec.gov abrufbar (zuletzt besucht am 26.8.2003).

⁹⁹ Vgl. Fn. 36.

Deutsche Bank und Bank of New York verwahrten Sammelurkunden verbrieft sind,¹⁰⁰ sowie die Anzahl aller einzelverbrieften Aktien jederzeit mit der von DaimlerChrysler ausgegebenen Aktienanzahl übereinstimmt.

VI. *Der Aktienhandel zwischen Deutschland und den USA*

1. *Die Übertragung von Namensaktien in Deutschland*

Grundsätzlich werden Namensaktien in Deutschland entweder durch Indossament (vgl. § 68 Abs. 1 AktG) oder durch einfache Abtretung des verbrieften Mitgliedschaftsrechts übertragen (vgl. §§ 413, 398 BGB).¹⁰¹ Bei einer Übertragung durch Indossament muss nach herrschender Ansicht noch eine Übereignung der Aktienurkunde nach §§ 929ff. BGB hinzukommen.¹⁰² Bei einer einfachen Abtretung folgt das Eigentum an der Urkunde dem Mitgliedschaftsrecht dagegen in analoger Anwendung von § 952 BGB.

Im Fall der Übertragung durch Indossament ist zwischen Vollindossament, bei dem zusätzlich zur Unterschrift des bisherigen Aktionärs der zukünftige Aktieneigentümer namentlich benannt wird, und Blankoindossament zu differenzieren. Blankoindossierte Namensaktien enthalten nur die Unterschrift des bisherigen Aktionärs und sind nach § 68 Abs. 1 S. 2 AktG i.V.m. Art. 13 Abs. 2 WG zulässig. Sie werden entsprechend Art. 14 Abs. 2 Nr. 3 WG i.V.m. §§ 929ff. BGB durch Übereignung übertragen und sind mit Inhaberaktien vergleichbar. Um an einer Börse gehandelt zu werden, müssen Namensaktien mit einem Blankoindossament versehen sein.¹⁰³

Bei DaimlerChrysler werden die in Deutschland ausgegebenen Namensaktien bei der Wertpapiersammelbank CBF in Sammelverwahrung gegeben (vgl. §§ 5ff. DepotG). Auch hierfür ist Voraussetzung, dass die Namensaktien mit einem Blankoindossament versehen sind.¹⁰⁴ An den von CBF in Sammelverwahrung gehaltenen Namensaktien ist jeder Aktionär entsprechend seinem Anteil am Grundkapital Miteigentümer nach Bruchteilen (vgl. § 6 DepotG).¹⁰⁵ Die Tatsache, dass die in Deutschland erworbenen DaimlerChrysler-Aktien bei CBF

¹⁰⁰ Vgl. Fn. 36.

¹⁰¹ Vgl. zum Folgenden: *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 68 Rdn. 2ff. Ein bedeutender Unterschied zwischen beiden Übertragungsarten besteht darin, dass bei einer Übertragung durch Indossament der Erwerber die Aktie gutgläubig erwerben kann, während bei der Übertragung durch Abtretung ein gutgläubiger Erwerb ausgeschlossen ist, vgl. *Giesen* in: Gruson/Hutter (Hrsg.), *Aquisition of Shares in a Foreign Country* (1993), S. 185, 193; *Lutter*, in: *Zöllner* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 47), § 68 Rdn. 17.

Die einzelverbrieften Aktienurkunden von DaimlerChrysler enthalten auf der Rückseite neben dem Vordruck für ein Indossament in der in den USA üblichen Form (vgl. Fn. 118) Vordrucke für Indossamente in der in Deutschland üblichen Form. Ein Vordruck bezieht sich auf die Übertragung aller in der Urkunde verbrieften Aktien, der andere auf die Übertragung von weniger als der Gesamtzahl der in der Urkunde verbrieften Aktien. Die Urkunde enthält die Erklärung, dass das in ihr enthaltene Indossament auch in den Ländern (ausser in den USA) verwendet werden kann, die es als ein wirksames Indossament anerkennen.

¹⁰² Vgl. *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 68 Rdn. 4; *Lutter*, in: *Zöllner* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 47), § 68 Rdn. 7.

¹⁰³ Vgl. § 5 Abs. 1 BörsZulVO, nach dem die zum Börsenhandel zuzulassenden Wertpapiere frei handelbar sein müssen. Vgl. auch *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 68 Rdn. 3 u. 6.

¹⁰⁴ Gemäss § 5 Abs. 1 S.1 DepotG müssen sammelverwahrte Wertpapiere vertretbar im Sinne von § 91 BGB sein. Vgl. auch Nr. 46 Abs. 1 AGB der CBF, a.a.O. (Fn. 82). Die Vertretbarkeit von Namensaktien wird durch das Blankoindossament gewährleistet, vgl. *Than/Hannöver* in: von Rosen/Seifert, *Namensaktie*, a.a.O. (Fn. 13), S. 279, 286 f. Vgl. auch *Kümpel*, WM 1983 (Sonderbeilage 8), S. 4.

¹⁰⁵ Vgl. Nr. 29 AGB der CBF, a.a.O. (Fn. 82). Vgl. auch *Einsele*, *Wertpapierrecht als Schuldrecht* (1995), S. 13 f., 23ff.

in einer Sammelurkunde verwahrt werden, ändert an diesem Umstand nichts. § 9a Abs. 1 DepotG erklärt die Vorschriften der §§ 5ff DepotG auch bei Sammelurkunden für anwendbar.

Um eine zügige und kostengünstige Übertragung von Bruchteilen an sammelverwahrten Namensaktien zu ermöglichen, wurde das sog. "CASCADE-RS"-System entwickelt.¹⁰⁶ Mit Hilfe dieses Systems werden Aktienübertragungen ausgeführt, indem CBF auf Anweisung der Depotbank des Verkäufers deren Teilnehmerdepot belastet und dem Teilnehmerdepot der Depotbank des Käufers eine entsprechende Gutschrift erteilt.¹⁰⁷

Bei der rechtlichen Einordnung des Übertragungsvorgangs ist zu berücksichtigen, dass es sich bei den in Deutschland ausgegebenen DaimlerChrysler-Aktien um Namensaktien handelt, die lediglich in einer Sammelurkunde verbrieft sind. Da DaimlerChrysler für diese Aktien den Anspruch auf Einzelverbriefung ausgeschlossen hat,¹⁰⁸ liegt in dem hier zu behandelnden Fall nicht die gestufte Besitzrechtskette wie bei einfacher Sammelverwahrung vor.¹⁰⁹ Mangels mittelbaren (Mit-)Besitzes des übertragenden Aktionärs an seinem Bruchteil an der Sammelurkunde lässt sich der Übertragungsvorgang daher rechtlich auch nicht unter § 929 S. 1 BGB subumieren.¹¹⁰ Im Schrifttum wird unterschiedlich beurteilt, ob die Übertragung in diesem Fall durch schlichte dingliche Einigung im Sinne von § 929 BGB¹¹¹ oder durch Abtretung im Sinne von § 398 BGB verbunden mit einem gesetzlichem Übergang des Bruchteilseigentums am Wertpapier analog § 952 BGB erfolgt.¹¹² Unstreitig ist jedoch, dass die vom Wertpapierinhaber mit dem Verkauf der Aktien beauftragte Depotbank das dingliche Einigungs- bzw. Abtretungsangebot abgibt, das von CBF als Stellvertreterin des Erwerbers konkludent durch Umbuchung angenommen wird.¹¹³ Dabei liegt die rechtsbegründende Annahme bereits in der Buchung, die CBF auf dem Wertpapierdepot der Depotbank des Erwerbers vornimmt.¹¹⁴ Auf

¹⁰⁶ Vgl. Fn. 13. Zur Durchführung der Übertragung von sammelverwahrten Namensaktien vor der Entwicklung von CASCADE-RS vgl. *Müller-von Pilchau*, in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 97ff.; *Blitz*, in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 373, 374 f.; *Than/Hannöver*, in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 279, 282 f.

¹⁰⁷ Vgl. Nr. 8(1) AGB der CBF, a.a.O. (Fn. 82). Vgl. auch *Than/Hannöver*, in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 279, 287.

¹⁰⁸ Vgl. unter IV.1.

¹⁰⁹ Nach herrschender Ansicht ist bei der einfachen Sammelverwahrung im Sinne von §§ 5ff. DepotG CBF unmittelbarer Fremdbesitzer, die Depotbank mittelbarer Fremdbesitzer 1. Stufe und der Aktionär mittelbarer Eigenbesitzer 2. Stufe einer Aktie, vgl. *Habersack/Mayer*, WM 2000, 1678, 1679 m. w. N. in Fn. 22. Sind die Aktien jedoch in einer Sammelurkunde verbrieft (vgl. § 9a DepotG) und hat die Gesellschaft den Anspruch der Aktionäre auf Einzelverbriefung ausgeschlossen (vgl. § 10 Abs. 5 AktG), steht den Aktionären kein mittelbarer (Mit-)Besitz an der Sammelurkunde zu. Voraussetzung eines mittelbaren Besitzverhältnisses ist nämlich, dass dem mittelbaren Besitzer ein Herausgabeanspruch gegen den Besitzmittler zusteht, vgl. *Joost*, in: *Rebmann/Säcker* (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum BGB* (Bd. 3, 2. Aufl. 1986), § 868 Rdn. 11. Diesen Herausgabeanspruch sieht die h. M. bei der einfachen Sammelverwahrung in § 6 Abs. 1 DepotG. Hat die Gesellschaft den Anspruch auf Einzelverbriefung jedoch ausgeschlossen, so besteht dieser Anspruch bei einer Sammelurkunde nicht (vgl. § 9a Abs. 3 S. 2 DepotG), vgl. *Habersack/Mayer*, WM 2000, 1678, 1680ff.; *Einsele*, WM 2001, 7, 11; *Einsele*, a.a.O. (Fn. 105), S. 71 u. 89.

¹¹⁰ Obwohl es sich vorliegend um blankoindossierte Namens- und nicht um Inhaberaktien handelt, erfolgt deren Übertragung bei der einfachen Sammelverwahrung wegen der sinngemässen Anwendung des Art. 14 WG grundsätzlich wie bei Inhaberaktien gemäss § 929 S.1 BGB, vgl. *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 68 Rdn. 4.

¹¹¹ So *Einsele*, WM 2001, 7, 13; *Kümpel*, *Bank- und Kapitalmarktrecht* (2. Aufl. 2000) Rdn. 11.178. Gemeint ist die dingliche Einigung, die Bestandteil sämtlicher Übertragungstatbestände der §§ 929ff. BGB ist.

¹¹² So *Habersack/Mayer*, WM 2000, 1678, 1682.

¹¹³ *Einsele*, WM 2001, 7, 12 f.

¹¹⁴ *Einsele*, WM 2001, 7, 12 u. 15. Auch für den Fall der einfachen Sammelverwahrung, bei der die Übertragung nach § 929 S. 1 BGB erfolgt (vgl. Fn. 110), wird der Eigentumsübergang bereits mit der

diese Weise erwirbt der Käufer Bruchteilseigentum an der Sammelurkunde, ohne dass die Sammelurkunde im Rahmen einer Übertragung physisch bewegt wird.

Die bei CBF hinterlegten blankoindossierten Sammelurkunden lassen sich durchaus mit den bei DTC hinterlegten und auf Cede & Co., den *nominee* von DTC, registrierten Sammelurkunden vergleichen. In beiden Fällen findet eine Übertragung durch Umbuchungen statt. Der Unterschied zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen System besteht darin, dass die Aktionäre in Deutschland Bruchteilseigentümer der Sammelurkunde sind und als Aktionäre im Aktienregister erscheinen, während das Aktienregister in den USA lediglich Cede & Co. als Inhaber der Aktien ausweist.

2. Die Übertragung von Namensaktien in den USA

In fast allen Einzelstaaten der USA richtet sich die Erfüllung einer vertraglich vereinbarten Übertragung von Wertpapieren – einschliesslich Aktien – nach Art. 8 UCC.¹¹⁵ Bezüglich der Übertragung unterscheidet Art. 8 UCC zwischen dem unmittelbaren Verwahrsystem (“*direct holding system*”) und dem mittelbaren Verwahrsystem (“*indirect holding system*”) (§ 8-104(a)).¹¹⁶ Verallgemeinernd kann man sagen, dass im unmittelbaren Verwahrsystem der Wertpapierinhaber – ähnlich wie im deutschen Recht bei Wertpapieren, die nicht in Sammelurkunden unter Ausschluss der Einzelverbriefung gehalten werden – Besitzer des Wertpapiers ist, während im mittelbaren Verwahrsystem die Rechtsbeziehung mit dem Verwahrer an die Stelle des Besitzes tritt.

Im unmittelbaren Verwahrsystem erfolgt die Übertragung durch die Übergabe (“*delivery*”) der einzelverbrieften Aktienurkunde, das heißt durch die Verschaffung des Besitzes (§ 8-301 UCC). Erforderlich ist entweder die Verschaffung unmittelbaren (§ 8-301(a)(1) UCC) oder mittelbaren (§ 8-301(a)(2) und (3) UCC) Besitzes an der Urkunde. Personen, die gewerbsmäßig Wertpapierdepots für Dritte unterhalten (“*securities intermediaries*”), zum Beispiel Broker-Dealer oder Banken, können im unmittelbaren Verwahrsystem allerdings nicht als Besitzmittler fungieren. Wird ein solcher *securities intermediary* eingeschaltet, finden vielmehr die Regeln über das *indirect holding system* Anwendung.¹¹⁷ Ein Indossament (§ 8-102(11) UCC) ist nicht Voraussetzung für eine gültige Übertragung der Aktie (§ 8-304(c) und (d) UCC). Allerdings kann eine Eintragung des Erwerbers in das Aktienregister nur im Fall eines wirksamen Indossaments erfolgen (§ 8-401(a)(2) UCC). Zudem ist ein gutgläubiger Erwerb (“*protected purchaser*”) nur an einer indossierten Urkunde möglich (§ 8-304(d) UCC). Daher hat

Gutschrift auf dem Wertpapierdepot der Depotbank des Erwerbers angenommen, vgl. *Kümpel*, a.a.O. (Fn. 111), Rdn. 11.327. In Ziffer 11 der bei allen Banken gleichlautenden “*Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte*” deutscher Banken heisst es zwar: “Bei der Erfüllung im Inland verschafft die Bank dem Kunden, sofern die Wertpapiere zur Girosammelverwahrung bei der deutschen Wertpapiersammelbank (Deutscher Kassenverein AG) zugelassen sind, Miteigentum an diesem Sammelbestand – Girosammel-Depotgutschrift – (GS-Gutschrift).”, vgl. z.B. die Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte der Deutsche Bank, abrufbar unter www.maxblue.de/io/intern/592.html (zuletzt besucht am 11.7.2003). Auf die Übertragung des Miteigentumsanteils an der Sammelurkunde hat die anschliessende Buchung der Depotbank auf dem Konto des Käufers jedoch keinen Einfluss mehr.

¹¹⁵ Eine Übertragung nach Art. 8 UCC setzt eine vertragliche Vereinbarung voraus. Vgl. *Gruson/Hutter* in: *Gruson/Hutter* (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 101), S. 423, 437.

¹¹⁶ Vgl. auch § 8-104 UCC, Official Comment 1.

¹¹⁷ Zum *indirect holding system* vgl. sogleich im Text. Eine Ausnahme gilt lediglich für die seltenen Fälle, dass eine Urkunde entweder auf den Namen des Erwerbers im Aktienregister registriert ist (§ 8-301(a)(3)(i) UCC) oder ausdrücklich auf den Namen des Erwerbers indossiert ist und von diesem nicht zugunsten des *securities intermediary* oder in blanko indossiert wurde (§ 8-301(a)(3)(iii) UCC). Nur in diesen Fällen kann auch ein *securities intermediary* Aktien im unmittelbaren Verwahrsystem halten, vgl. § 8-501(d) UCC.

der Käufer auch einen Anspruch auf eine indossierte Urkunde (§ 8-304(d) UCC, § 8-307 UCC).¹¹⁸

Die Übertragung von Aktien, die in einem von einem *securities intermediary* geführten Wertpapierdepot (§ 8-501(a) UCC) gehalten werden, unterliegt den Regeln über das mittelbare Verwahrsystem (“*indirect holding system*”).¹¹⁹ *Securities intermediary* (§ 8-102(a)(14) UCC) sind im Verhältnis zu Kunden im wesentlichen Broker-Dealer und Banken; im Verhältnis zu diesen fungiert der Zentralverwahrer (§ 8-102(a)(5) UCC), etwa DTC, als *securities intermediary*. Das mittelbare Verwahrsystem erfasst in Sammelurkunden verbrieft Aktien sowie blankoindossierte einzelverbrieft Aktienurkunden und einzelverbrieft Aktienurkunden, die zugunsten eines *securities intermediary* indossiert sind.¹²⁰ Bei diesen drei Gruppen handelt es sich um die große Mehrzahl aller am Kapitalmarkt gehandelten Wertpapiere.

Schreibt ein *securities intermediary* einem Kunden auf dessen Wertpapierdepot (§ 8-501(a) UCC) ein Wertpapier gut, erwirbt der Kunde weder Eigentum noch Besitz an der Urkunde, sondern eine Wertpapierberechtigung (“*security entitlement*”).¹²¹ Das *security entitlement* ist weder rein vertraglicher noch rein sachenrechtlicher Natur. Der UCC besagt, dass das *security entitlement* ein Bündel von Rechten des Depotinhabers gegen seinen *securities intermediary* darstellt, das in Art. 8 UCC festgelegt ist und das sowohl vertragliche als auch dingliche Elemente umfasst.¹²² Im mittelbaren Verwahrsystem setzt eine Aktienübertragung also keine Übergabe der Aktien voraus. Verkauft etwa ein Kunde eines Broker-Dealer Aktien an einen anderen Kunden desselben Broker-Dealer, erfolgt die Übertragung der Rechte allein aufgrund der Belastung des Wertpapierdepots des Verkäufers - und der damit verbundenen Aufhebung der *security entitlement* desselben - und ihrer Gutschrift auf dem Depot des Erwerbers und der damit verbundenen Begründung eines *security entitlement* des Käufers. Werden die Aktien an den Kunden eines anderen Broker-Dealer veräußert, belastet der Broker-Dealer des Verkäufers das Wertpapierdepot des Verkäufers und benachrichtigt den Zentralverwahrer DTC, der als *securities intermediary* beider Broker-Dealer die erforderliche Belastung und Gutschrift auf den Depots der Broker-Dealer vornimmt. Auf diese Weise wird das *security entitlement* des Broker-Dealer des Verkäufers aufgehoben und ein *security entitlement*

¹¹⁸ Die einzelverbrieften Aktienurkunden von DaimlerChrysler enthalten auf der Rückseite neben dem Vordruck für ein in Deutschland übliches Indossament (vgl. Fn. 101) den Vordruck für ein Indossament in der in den USA üblichen Form. Hinsichtlich der einzelnen Anforderungen an das Indossament, vgl. § 501.01(B) des Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 30.7.2002 sowie § 501.03(A) des Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 1.6.1986. Vgl. ferner Rule 195 NYSE Guide (CCH) ¶ 2195. In den USA ist es allerdings üblich, das Indossament nicht auf der Wertpapierurkunde an sich, sondern auf einem separaten Bogen (“*stock power*”) vorzunehmen (§ 8-304(c) UCC).

¹¹⁹ Im Zusammenhang mit dem mittelbaren Verwahrsystem benutzt der UCC nicht den Ausdruck “*security*” sondern “*financial asset*”, der *security* und *security entitlement* (dazu sogleich im Text) umfasst (§ 8-102(a)(9) UCC).

¹²⁰ Der Kunde eines *securities intermediary* kann seine Aktien nur in seltenen Fällen im unmittelbaren Verwahrsystem halten, vgl. Fn. 117.

¹²¹ Gemäss § 8-501(b) UCC erwirbt eine Person ein *security entitlement* an einem Wertpapier, wenn der *securities intermediary* (1) durch Vermerk in seinen Unterlagen zum Ausdruck bringt, dass ein *financial asset* (vgl. Fn. 119) dem Depot dieser Person gutgeschrieben worden ist, (2) das *financial asset* zum Zweck der Gutschrift auf dem Depot der Person annimmt [aber nicht gutschreibt] oder (3) rechtlich dazu verpflichtet ist, ein *financial asset* dem Depot der Person gutzuschreiben [aber nicht gutschreibt]. § 8-501(b) UCC, Official Comment 2 erklärt, dass Fall (1) den Normalfall der Begründung eines *security entitlement* darstellt, während Fälle (2) und (3) ungewöhnliche Konstellationen abdecken sollen.

¹²² Vgl. § 8-501 UCC, Official Comment 5, § 8-104 UCC, Official Comment 2. Vgl. die in den §§ 8-503 bis 8-508 UCC enthaltenen dinglichen Elemente. Insbesondere sind die von einem *securities intermediary* für Kunden verwahrten Wertpapiere nicht Teil der Masse im Fall des Konkurses des *securities intermediary*.

des Broker-Dealer des Käufers begründet. Der Broker-Dealer des Käufers wiederum begründet durch Gutschrift auf dem Depot des Käufers ein *security entitlement* des Käufers.¹²³

Unmittelbare Grundlage der Aktienübertragung ist die vom Inhaber des *security entitlement* (“*entitlement holder*”, § 8-102(7) UCC) ausgehende Anweisung an seinen *securities intermediary*, die Aktienübertragung durch Depotumbuchung vorzunehmen (“*entitlement order*”) (§ 8-102(8) UCC, § 8-507 UCC). Das *entitlement order* hat eine dem Indossament im unmittelbaren Verwahrsystem vergleichbare Funktion. Auch im mittelbaren Verwahrsystem gibt es eine Art gutgläubigen Rechtserwerb (vgl. § 8-502 UCC).

Zusammenfassend ist festzustellen, dass im mittelbaren Verwahrsystem Aktien nicht durch Übertragung erworben werden, sondern dadurch, dass der *securities intermediary* des Erwerbers seinen Kunden als Berechtigten anerkennt.¹²⁴ Dies erfolgt in der Regel durch eine Gutschrift auf dem Depot des Kunden. Anders als im deutschen Recht kommt die Erfüllung des Aktienkaufvertrags daher nicht durch eine Übertragung zwischen Verkäufer und Käufer zustande, bei der die Depotbanken und der Zentralverwahrer lediglich als Vertreter fungieren. Die Erfüllung des Kaufvertrags vollzieht sich vielmehr im Rahmen verschiedener Rechtsbeziehungen, die zwischen dem Verkäufer und seiner Depotbank, der Depotbank des Verkäufers und dem Zentralverwahrer, dem Zentralverwahrer und der Depotbank des Käufers sowie dem Käufer und seiner Depotbank bestehen. Zwischen Verkäufer und Käufer selbst kommt kein dingliches Rechtsgeschäft zustande.

3. *Das auf Aktienübertragungen anwendbare Recht*

Die Frage, welches Recht auf eine grenzüberschreitende Übertragung von Aktien einer deutschen Aktiengesellschaft Anwendung findet, beurteilt sich zum einen nach deutschem internationalem Privatrecht und zum anderen nach den Kollisionsrechten derjenigen Länder, in denen die Übertragungen stattfinden. Nachfolgend soll dieser Problemkreis nur aus Sicht des deutschen internationalen Privatrechts als dem Recht, dem die Gesellschaft unterliegt, sowie aus der Perspektive des US-amerikanischen internationalen Privatrechts untersucht werden.

a) Das deutsche internationale Privatrecht

Obwohl auch Namensaktien in einer Urkunde verbrieft sind, werden sie im Gegensatz zu Inhaberaktien¹²⁵ nicht als bewegliche Sachen angesehen.¹²⁶ Anders als bei Inhaberaktien gilt bei Namensaktien daher nicht das Prinzip der *lex cartae sitae* (Wertpapiersachstatut).¹²⁷ Nach deutschem Kollisionsrecht findet also nicht das Recht des Belegenheitsortes der Namensaktien Anwendung, sondern grundsätzlich das Recht, das auch für die Organisation der betreffenden

¹²³ Vgl. § 8-501 UCC, Official Comment 5. Hält der Broker-Dealer des Verkäufers blanko oder zugunsten des Broker-Dealer bzw. seines *nominee* indossierte einzelverbrieft Aktienurkunden, muss er diese natürlich dem Broker-Dealer des Käufers übergeben, der dann das *security entitlement* seines Kunden durch Gutschrift begründet.

¹²⁴ Vgl. § 8-501 UCC, Official Comment 3.

¹²⁵ Vgl. zur Sachqualität von Inhaberaktien *Bungeroth/Hefermehl* in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 76), § 68 Rdn. 192; *Kegel/Schurig*, Internationales Privatrecht (8. Aufl. 2000), S. 664.

¹²⁶ Bei Namensaktien steht das in der Aktie verbrieft Mitgliedschaftsrecht im Mittelpunkt der Betrachtungen, vgl. *Lutter* in: Zöllner (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 47), Anh. § 68 Rdn. 31; *Bungeroth/Hefermehl* in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 76), § 68 Rdn. 193.

¹²⁷ *Kegel/Schurig*, a.a.O. (Fn. 125), S. 507.

Gesellschaft massgebend ist (Personalstatut).¹²⁸ Die Übertragung von Namensaktien (vgl. vorstehend VI.1), die von einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland ausgegeben wurden, richtet sich damit nach deutschem Recht.¹²⁹

Abweichend von diesem Grundsatz wurde im Jahr 1999 mit der Einführung des § 17a DepotG eine spezialgesetzliche Kollisionsregel für grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen geschaffen.¹³⁰ Verfügungen über Wertpapiere oder Sammelbestandteile, die mit rechtsbegründender Wirkung in ein Register eingetragen oder auf einem Depot verbucht werden, unterliegen hiernach entweder dem Recht des Staates, unter dessen Aufsicht das Register geführt wird, in dem die rechtsbegründende Eintragung unmittelbar zugunsten des Verfügungsempfängers vorgenommen wird, oder dem Recht des Staates, in dem sich die das Depot führende Haupt- oder Zweigstelle des Verwahrers befindet, die dem Verfügungsempfänger die rechtsbegründende Gutschrift erteilt.¹³¹ Die Kollisionsregel bezieht sich nur auf das sachenrechtliche Verfügungsgeschäft, nicht jedoch auf das diesem zugrundeliegende schuldrechtliche Kausalgeschäft. Zudem werden Wertpapiere, die in Streifbanddepots verwahrt werden (Sonderverwahrung),¹³² von dieser Anknüpfungsregel nicht erfasst, weil in diesen Fällen eine Depotgutschrift nicht rechtsbegründend, sondern nur deklaratorisch wirkt.¹³³ § 17a DepotG greift allerdings in den zahlreichen Fällen, in denen sammelverwahrte Aktien übertragen werden. Entsprechend der Intention des Gesetzgebers findet auf grenzüberschreitende Wertpapierübertragungen nun regelmäßig das Recht des Staates Anwendung, in dem sich die Depotbank des Verfügungsempfängers befindet.¹³⁴

¹²⁸ Vgl. *Lutter* in: Zöllner (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 47), Anh. § 68 Rdn. 31. Ob sich das Personalstatut einer Gesellschaft nach dem Recht des Staates bestimmt, in dem die Gesellschaft gegründet wurde ("Gründungstheorie"), oder dem Recht des Staates, in dem sich der Sitz ihrer Hauptverwaltung befindet ("Sitztheorie"), ist seit langem umstritten. Nach der neueren Rechtsprechung des EuGH (Urteil v. 5.11.2002, EWS 2002, 569ff. – "Überseering") dürfte dieser Streit jedoch zugunsten der Gründungstheorie entschieden worden sein. Im Zusammenhang mit der Übertragung von Namensaktien dagegen noch ausdrücklich auf den Sitz der Gesellschaft abstellend *Kegel/Schurig*, a.a.O. (Fn. 125), S. 507; *Schnorr v. Carolsfeld*, DNotZ 1963, 404, 421.

¹²⁹ Dies trifft auf die Übertragung durch Indoassament, die Übertragung durch Abtretung und die Übertragung von blankoindossierten deutschen Namensaktien, die in einer Sammelurkunde verbrieft sind und bei denen der Anspruch auf Einzelverbriefung ausgeschlossen wurde, zu. Vgl. zur Übertragung unter VI.1. Man kann bezweifeln, ob es sachlich gerechtfertigt ist, bei der Bestimmung des auf eine Übertragung anwendbaren Rechts einen Unterschied zwischen einer blankoindossierten Namensaktie und einer Inhaberaktie zu machen. Es ist bemerkenswert, dass das auf die Übertragung anwendbare materielle deutsche Recht nicht zwischen blankoindossierten Namensaktien und Inhaberaktien unterscheidet, vgl. Fn. 110.

¹³⁰ § 17a DepotG wurde durch das Gesetz zur Änderung insolvenzrechtlicher und kreditwesenrechtlicher Vorschriften v. 8.12.1999, BGBl. I, S. 2384 in das DepotG eingefügt. § 17a hat die EG-Richtlinie 98/26 v. 19.5.1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen ("Wirksamkeitsrichtlinie"), AblEG Nr. L 166 (1998), S. 45, in deutsches Recht umgesetzt. Zur Begründung der Bundesregierung vgl. BT-Drucksache 14/1539 v. 7.9.1999. Dazu *Einsle*, WM 2001, 2415, 2419 f. Vgl. zu § 17a DepotG auch *Kümpel*, a.a.O. (Fn. 111), Rdn. 11.349; *Schefold*, IPrax 2000, 468, 473ff.; *Keller*, WM 2000, 1269, 1281.

¹³¹ § 17a DepotG bezieht sich auf die Hauptstelle oder Zweigstelle der Depotbank, bei der das Depot unterhalten wird, vgl. § 3 DepotG und die Regierungsbegründung in BT-Drucksache 14/1539, a.a.O. (Fn. 130), S. 16.

¹³² Die in Streifbandverwahrung hinterlegten Aktienurkunden verbleiben im Alleineigentum des hinterlegenden Aktionärs, vgl. *Kümpel*, a.a.O. (Fn. 111) Rdn. 11.20.

¹³³ BT-Drucksache 14/1539, a.a.O. (Fn. 130), S. 16.

¹³⁴ Obwohl bereits die Gutschrift der CBF zugunsten der Depotbank des Käufers das Eigentum an der Aktie auf den Käufer übergehen lässt (vgl. unter VI.1), bezieht sich § 17a DepotG nach der eindeutigen Aussage der Regierungsbegründung auf die Buchung durch die Depotbank des Erwerbers und nicht auf die Buchung durch CBF, vgl. BT-Drucksache 14/1539, a.a.O. (Fn. 130), S. 16. Kritisch hierzu *Einsle*, WM 2001, 7, 15 f., nach der der Vorschrift für das deutsche Recht keine Bedeutung zukommt, weil die Gutschrift des

Bei einer Übertragung von Bruchteilseigentum an der von CBF gehaltenen Sammelurkunde sind verschiedene Personen beteiligt. Die daraus resultierende Problematik soll durch folgendes Beispiel verdeutlicht werden:

Ein DaimlerChrysler-Aktionär, der ein Wertpapierdepot bei Merrill Lynch & Co., Inc. (im Folgenden "Merrill Lynch") in New York unterhält, verkauft seine Aktien an einen Käufer, der sein Wertpapierdepot bei Dresdner Bank in Deutschland unterhält. In diesem Fall lässt sich die Übertragung der Aktien in sechs Schritte einteilen: (1) Zunächst wird durch Belastung des Wertpapierdepots des Verkäufers bei Merrill Lynch das *security entitlement* des Verkäufers aufgehoben, (2) dann belastet DTC ihr Merrill Lynch-Depot mit der Anzahl der veräußerten Aktien und hebt so das *security entitlement* von Merrill Lynch auf, (3) anschliessend schreibt DTC ihrem CBF-Depot die verkaufte Menge Aktien gut und begründet so ein *security entitlement* zugunsten von CBF, (4) daraufhin belastet CBF ihr DTC-Depot mit der Anzahl der veräußerten Aktien und (5) schreibt die Aktien dem Depot der Dresdner Bank gut und (6) schliesslich schreibt Dresdner Bank dem Wertpapierdepot des Käufers die veräußerten Aktien gut.

§ 17a DepotG bezieht sich nur auf den letzten Schritt. Die Gutschrift der veräußerten Wertpapiere auf dem Wertpapierdepot des Käufers durch dessen Depotbank bestimmt das auf den Gesamtvorgang anwendbare Recht.¹³⁵ Alle vorherigen Schritte bleiben unbeachtlich. Umgekehrt findet nach § 17a DepotG bei einer Aktienübertragung an einen Käufer, der sein Wertpapierdepot bei Merrill Lynch in New York unterhält, das Recht des Staates New York auf den Gesamtvorgang Anwendung. Denn die Gutschrift auf dem Depot des Käufers, die das *security entitlement* des Käufers entstehen lässt,¹³⁶ wirkt in diesem Fall unmittelbar rechtsbegründend.¹³⁷

b) Das US-amerikanische internationale Privatrecht

Wertpapiers auf dem Wertpapierdepot des Käufers durch die deutsche Depotbank dem Käufer kein Eigentum an dem gekauften Wertpapier verschaffen kann. Eine solche Interpretation lässt § 17a DepotG für in Deutschland stattfindende Übertragungen jedoch leerlaufen und wird dem Willen des Gesetzgebers nicht gerecht. Daher ist die Vorschrift dahingehend zu interpretieren, dass das Erfordernis einer rechtsbegründenden Gutschrift schlicht auf den technisch letzten Schritt des Übertragungsvorgangs (Buchung durch die Depotbank des Käufers) verweist und ihm keine eigenständige Bedeutung zukommt. Letztlich ist die Frage, ob § 17a DepotG auf die Gutschrift der CBF zugunsten der Depotbank oder auf die Gutschrift der Depotbank zugunsten des Käufers abstellt, bei einer grenzüberschreitenden Übertragung von Aktien an einen Käufer, der ein Wertpapierdepot bei einer deutschen Depotbank unterhält, ohne Bedeutung. Denn in beiden Fällen würde deutsches Recht Anwendung finden.

¹³⁵ BT-Drucksache 14/1539, a.a.O. (Fn. 130), S. 16; *Einsele*, WM 2001, 7, 15; *Schefold*, IPrax 2000, 468, 476.

¹³⁶ Vgl. § 8-501(b)(1) UCC.

¹³⁷ *Einsele*, WM 2001, 7, 15 f., vertritt die Ansicht, dass die Einräumung eines *security entitlement* i.S.v. § 8-501(b) UCC keine rechtsbegründende Gutschrift im Sinne des § 17a DepotG darstellt, da die Einräumung eines *security entitlement* lediglich eine vertragliche Rechtsbeziehung zwischen dem Kunden und dem *securities intermediary* begründet. Damit bezieht sich *Einsele* auf die Unterscheidung zwischen vertraglich begründeten Rechten und solchen, die aus dem Eigentum erwachsen. Diese Unterscheidung beabsichtigt Art. 8 UCC gerade zu überwinden. Vgl. unter VI.2. *Einsele* lässt § 17a DepotG auch für in den USA stattfindende Übertragungen leerlaufen.

Zu beachten ist jedoch, dass in den Fällen des § 8-501(b)(2) u. (3) UCC keine Gutschrift erforderlich ist, um ein *security entitlement* zu schaffen. Die Annahme eines *financial asset* (vgl. Fn. 119) durch den *financial intermediary* zum Zwecke der Gutschrift auf einem Kundendepot bzw. die rechtliche Verpflichtung des *financial intermediary* zur Vornahme einer Gutschrift auf einem Kundendepot reichen hier bereits aus, ein *security entitlement* entstehen zu lassen (vgl. Fn. 121). Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass § 17a DepotG zwischen diesen drei Fällen des § 8-501(b) UCC unterscheiden will. Es ist auch sachlich nicht gerechtfertigt, die Bestimmung des anwendbaren Rechts davon abhängig zu machen, nach welcher der in § 8-501(b) UCC geregelten Sachverhalte das *security entitlement* entsteht.

Hinsichtlich der auf Aktienübertragungen anzuwendenden Normen des US-amerikanischen internationalen Privatrechts spielt die Unterscheidung zwischen dem unmittelbaren und dem mittelbaren Verwahrsystem eine entscheidende Rolle.

Nach § 8-110(a) UCC findet auf einige dort näher bestimmte Rechtsbereiche¹³⁸, die Rechte und Pflichten der Gesellschaft betreffen, das Recht des Gründungsstaates der Gesellschaft oder das Recht eines anderen von der Gesellschaft benannten Staates¹³⁹ Anwendung. § 8-110(a) UCC gilt sowohl im unmittelbaren als auch im mittelbaren Verwahrsystem.

§ 8-110(c) UCC regelt für die Fälle des unmittelbaren Verwahrsystems, dass Herausgabeansprüche (“*adverse claims*”) gegen Personen, denen die Wertpapierurkunde übergeben wurde, dem Recht des Ortes unterliegen, an dem sich das Wertpapier zur Zeit der Übergabe befand.

Für einzelne Rechtsbereiche, die das mittelbare Verwahrsystem betreffen, bestimmt § 8-110(b) UCC, dass auf diese das Recht des Staates des *securities intermediary*¹⁴⁰ Anwendung findet.¹⁴¹ § 8-110(b) UCC soll sicherstellen, dass sich der *securities intermediary* und alle seine Kunden auf ein einfach zu bestimmendes Recht beziehen können.¹⁴² Insbesondere da im mittelbaren Verwahrsystem ein Wertpapier durch Aufhebung des *security entitlement* des Veräußerers und Begründung eines neuen *security entitlement* des Erwerbers übertragen wird, ist auf die Übertragung von Wertpapieren gemäss § 8-110(b) UCC das Recht des Staates des

¹³⁸ Das sind (1) die Gültigkeit des Wertpapiers, (2) die Rechte und Pflichten der Gesellschaft im Zusammenhang mit der Eintragung der Übertragung im Wertpapierregister, (3) die Wirksamkeit der Eintragung der Übertragung durch die Gesellschaft, (4) die Frage, ob eine Verpflichtung der Gesellschaft gegenüber einem Dritten (“*adverse claimant*”) bezüglich eines Wertpapiers besteht, und (5) ob ein Herausgabeanspruch bzw. ein bereicherungsrechtlicher Anspruch (“*adverse claim*”) gegen eine Person geltend gemacht werden kann, zu deren Gunsten die Übertragung eines Wertpapiers eingetragen wurde, vgl. § 8-110(a) UCC. Diese Bereiche sind allesamt in Art. 8 UCC geregelt.

¹³⁹ Letzteres gilt nur, wenn das Recht des Gründungsstaates dies erlaubt, vgl. § 8-110(d) UCC. § 8-110(d) UCC erlaubt einer in New York inkorporierten Gesellschaft, die Anwendbarkeit des Rechtes eines anderen Staates auf die in § 8-110(a)(2)-(5) UCC genannten Bereiche zu bestimmen. § 8-110(d) des UCC Delaware sieht diese Möglichkeit für eine in Delaware inkorporierte Gesellschaft dagegen nicht vor.

¹⁴⁰ Das Recht des Staates des *securities intermediary* wird gemäss § 8-110(e) UCC nach einem “Kaskadensystem” bestimmt. Danach ist das anwendbare Recht das zwischen dem *securities intermediary* und dem Kunden vereinbarte Recht (vgl. § 8-110(e)(1) u. (2) UCC) und bei Fehlen einer solchen Vereinbarung das Recht des Staates, in dem die Betriebsstätte des *securities intermediary* belegen ist, bei der laut Vereinbarung mit dem Kunden das Wertpapierdepot unterhalten wird (vgl. § 8-110(e)(3) UCC). Fehlt auch eine solche Vereinbarung findet das Recht des Staates Anwendung, in dem die im Depotauszug benannte, für den Kunden zuständige Betriebsstätte des *securities intermediary* belegen ist (vgl. § 8-110(e)(4) UCC). Fehlt auch eine solche Benennung gilt das Recht des Sitzstaates der Hauptverwaltung des *securities intermediary* (vgl. § 8-110(e)(5) UCC). Treffen die Parteien eine Vereinbarung über das anzuwendende Recht, hängt die Gültigkeit einer solchen Rechtswahl nicht davon ab, dass das gewählte Recht einen “gewissen Bezug” (“*reasonable relationship*”) zu der Transaktion aufweist. Vgl. § 8-110(e) UCC in Abweichung von § 1-105(1) UCC und der entsprechenden Regelung des New York Common Law. Vgl. allgemein zum Erfordernis eines *reasonable relationship* Gruson, Columbia Journal of Transnational Law (im Folgenden “Colum. J. Transnat’l L.”) 1979 (Bd. 18), S. 323ff.

¹⁴¹ Diese Bereiche sind (1) der Erwerb des *security entitlement* von dem *securities intermediary*, (2) die sich aus dem *security entitlement* ergebenden Rechte und Pflichten des *securities intermediary* und des Inhabers des *security entitlement* (“*entitlement holder*”), (3) ob Verpflichtungen des *securities intermediary* gegenüber einem Dritten (“*adverse claimant*”), der einen Anspruch auf ein *security entitlement* geltend macht, bestehen und (4) ob ein bereicherungsrechtlicher Anspruch (“*adverse claim*”) gegen eine Person geltend gemacht werden kann, die ein *security entitlement* von dem *securities intermediary* oder von einem *entitlement holder* erworben hat. Diese Bereiche sind in Art. 8 UCC geregelt.

¹⁴² Vgl. § 8-110 UCC, Official Comment 2.

betreffenden *securities intermediary* anzuwenden.¹⁴³ Dabei ist zu beachten, dass im Falle der Übertragung eines in einer Sammelurkunde verbrieften und von einem Zentralverwahrer verwahrten Wertpapiers auf das Verhältnis zwischen Kunden und Broker-Dealer sowie auf das Verhältnis zwischen Broker-Dealer und Zentralverwahrer verschiedene Rechte Anwendung finden können. Denn sowohl der Broker-Dealer als auch der Zentralverwahrer sind *securities intermediaries* im Sinne von Art. 8 UCC.

Soweit § 8-110 UCC keine Regelungen über das anzuwendende Recht enthält, finden die allgemeinen Regeln des US-amerikanischen internationalen Privatrechts Anwendung. Dies ist der Fall für die schuldrechtliche Vereinbarung zwischen Erwerber und Veräußerer über die Veräußerung von Wertpapieren im unmittelbaren oder im mittelbaren Verwahrsystem sowie für die Übertragung von einzelverbrieften Aktien im unmittelbaren Verwahrsystem, die mittels Übergabe bewirkt wird. Hier können die Parteien sich auf das anzuwendende Recht einigen.¹⁴⁴ Fehlt eine solche Rechtswahl, wird das anwendbare Recht nach objektiven Kriterien bestimmt.¹⁴⁵

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das US-amerikanische internationale Privatrecht hinsichtlich des auf eine Wertpapierübertragung anzuwendenden Rechts sinnvollerweise in Bezug auf die betroffenen Rechtsbereiche und auf die an den betroffenen Rechtsverhältnissen beteiligten Personen differenziert. Auf die Beziehungen zwischen Verkäufer und seinem Broker-Dealer, Käufer und seinem Broker-Dealer, den jeweiligen Broker-Dealer und ihren Zentralverwahrern sowie auf verschiedene Aspekte der Übertragung kann jeweils unterschiedliches Recht Anwendung finden.

Der Depotvertrag eines Kunden mit einem *securities intermediary* in New York und die Begründung oder Beendigung des *securities entitlement* im mittelbaren Verwahrsystem durch diesen *securities intermediary* wird im Zweifelsfalle New Yorker Recht unterliegen. Die Verträge zwischen DTC und ihren Teilnehmern unterliegen New Yorker Recht.¹⁴⁶ Übertragungen von Wertpapieren im unmittelbaren Verwahrsystem werden in der Regel von Broker-Dealer auf der Grundlage von Depotverträgen ausgeführt, für die die Broker-Dealer – sofern sie ihren Sitz in New York haben – regelmäßig New Yorker Recht vereinbaren werden bzw. auf die aufgrund der objektiven Rechtswahlkriterien das Recht des Staates New York Anwendung findet.

¹⁴³ Auf die Begründung des *security entitlement* findet somit das Recht des Staates des *securities intermediary* des Erwerbers und auf die Beendigung der *security entitlement* dasjenige des *securities intermediary* des Veräußerers Anwendung. Zwar erfasst der Wortlaut von § 8-110(b) UCC die Beendigung des *security entitlement* nicht ausdrücklich, sondern es wird nur dessen Erwerb erwähnt, vgl. § 8-110(b)(1) UCC. Allerdings impliziert der Erwerb auch die Beendigung. Des Weiteren wird die Beendigung von § 8-110(b)(2) UCC mitumfasst, der sich auf die sich aus dem *security entitlement* ergebenden Rechte und Pflichten des *securities intermediary* und des *entitlement holder* bezieht.

¹⁴⁴ Vgl. § 1-105(1) UCC; § 5-1401 New York General Obligations Law; § 187 Restatement of the Law (Second), Conflict of Laws (1971, rev. 1989) (im Folgenden "Restatement"); Gruson, Colum. J. Transnat'l L., a.a.O. (Fn. 140), 1979, S. 323ff.; Scoles/Hay/Borchers/Symeonides, Conflict of Laws (3. Aufl. 2000), Kapitel 18, S. 857ff. Mit ihrer Rechtswahl entscheiden sich die Parteien für das materielle Recht des jeweiligen Staates und nicht für dessen internationales Privatrecht. § 4 Restatement, s.o. Vgl. § 8-110 UCC (Verweis auf "local law"). Vgl. zu der Frage, inwieweit trotz einer Rechtswahlklausel das internationale Privatrecht des gewählten Staates dennoch das Recht eines nicht gewählten Staates zur Anwendung bringt, Gruson, in: Moskin (Hrsg.), Commercial Contracts, Strategies for Negotiating and Drafting (Bd. 1, 2002, Loseblatt Stand 5/2003), Kapitel 6.

¹⁴⁵ Gruson, Colum. J. Transnat'l L., a.a.O. (Fn. 140), 1979, S. 327ff.; § 188 Restatement, a.a.O. (Fn. 144). Vgl. z.B. Auten v. Auten, 308 N.Y. 155, 124 N.E.2d 99 (1954).

¹⁴⁶ Der Depotführungsvertrag hinsichtlich des CBF-Depots bei DTC unterliegt dem Recht des Staates New York, während der Depotführungsvertrag hinsichtlich des DTC-Depots bei CBF deutschem Recht unterliegt.

Überträgt ein Verkäufer seine in den USA im mittelbaren Verwahrsystem gehaltenen Aktien an einen Käufer, der sein Wertpapierdepot bei Dresdner Bank in Frankfurt unterhält, ist fraglich, welches Recht ein US-amerikanisches Gericht auf die in Deutschland stattfindenden Schritte des Übertragsvorgangs anwenden würde. Das Gericht würde gemäss § 8-110 UCC wohl deutsches Recht auf den Eigentumserwerb¹⁴⁷ des Käufers anwenden, obwohl § 8-110 UCC nur von dem auf die Begründung eines *security entitlement*, nicht von dem auf den Erwerb von Eigentum anwendbaren Recht spricht.¹⁴⁸

c) Der Konflikt zwischen New Yorker und deutschem internationalen Privatrecht

Das New Yorker und das deutsche internationale Privatrecht verweisen auf unterschiedliche Rechtsordnungen bei einer Übertragung von Namensaktien einer deutschen Gesellschaft, die in Deutschland nicht in Sammelverwahrung gehalten werden bzw. die in den USA im unmittelbaren Verwahrsystem gehalten werden. Nach deutschem internationalen Privatrecht ist das Recht des Personalstatuts der Gesellschaft anzuwenden, unabhängig davon, wo die Übertragung stattfindet. Bei DaimlerChrysler ist dies sowohl nach der Sitz- als auch nach der Gründungstheorie das deutsche Recht. Nach New Yorker internationalem Privatrecht ist dagegen das vertraglich vereinbarte Recht anzuwenden, so dass in vielen Fällen New Yorker Recht maßgeblich sein wird.

Dieses Problem entsteht durch die unterschiedliche Qualifikation des Sachverhalts in Deutschland und New York. In Deutschland wird die Übertragung von Namensaktien als eine Übertragung von verkörperten Mitgliedschaftsrechten qualifiziert, während das New Yorker Recht auf die vertraglichen Beziehungen der beteiligten Parteien abstellt. Sowohl nach deutschem als auch nach US-amerikanischem Recht werden Fragen der Qualifikation nach dem Prinzip der *lex fori* gelöst. Nach diesem Prinzip qualifiziert ein deutsches Gericht die Übertragung von Namensaktien nach deutschem Recht als eine Übertragung von Mitgliedschaftsrechten und wendet deutsches Recht an.¹⁴⁹ Ein New Yorker Gericht und ein US-amerikanisches Bundesgericht ("*Federal Court*"), das seinen Sitz in New York hat,¹⁵⁰ wird für die Qualifikation einer Aktienübertragung dagegen New Yorker Recht anwenden.¹⁵¹ Das Gericht

¹⁴⁷ Vgl. Fn. 114 und begleitenden Text. Das US-amerikanische Gericht würde nicht § 17a DepotG anwenden, da es gemäss § 8-110 UCC das "local law", also nicht Normen des internationalen Privatrechts, anzuwenden hat, vgl. Fn. 144.

¹⁴⁸ § 8-110(e) UCC ist mehr mit Blick auf das US-amerikanische interlokale Privatrecht als auf das internationale Privatrecht geschrieben worden. Dresdner Bank ist ein *securities intermediary*. Ein *securities intermediary* ist eine Person, einschließlich einer Bank oder eines Broker, die gewerbsmäßig Wertpapierdepots für Dritte unterhält und in dieser Eigenschaft tätig wird, § 8-102(14) UCC. Dresdner Bank ist kein Broker, vgl. § 8-102(3) UCC, aber sie ist eine Bank, vgl. § 1-201(4) UCC, und jedenfalls eine Person, die gewerbsmäßig Wertpapierdepots für Dritte unterhält. Vgl. § 8-102(14)(ii) UCC. Vgl. die Ausführungen bei *Gruson*, a.a.O. (Fn. 1), S. 244 f.

¹⁴⁹ *Heldrich*, in: Palandt (60. Aufl. 2001), Vor § 3 EGBGB Rdn. 27.

¹⁵⁰ Wenn die Zuständigkeit eines *Federal Court* auf der sog. "*diversity jurisdiction*" beruht, wendet das Gericht das Recht des Einzelstaates an, in dem es seinen Sitz hat, vgl. *Erie Railroad Co. v. Tompkins*, 304 U.S. 64 (1938); *Klaxon Co. v. Stentor Electric Manufacturing Co., Inc.*, 313 U.S. 487 (1941). Zur Zuständigkeit der *federal courts* aufgrund der *diversity jurisdiction* vgl. 28 U.S.C. § 1332(a) (2000); *Carad/Richman*, *Jurisdiction in Civil Actions* (3. Aufl. 1998), § 5-1[1].

¹⁵¹ Bei der Zuordnung und Auslegung von Instituten und Begriffen des internationalen Privatrechts folgen die US-amerikanischen Gerichte dem Recht des Staates, in dem sich das Gericht befindet. Vgl. § 7(2) Restatement, a.a.O. (Fn. 144). Vgl. auch *Scoles/Hay/Borchers/Symeonides*, a.a.O. (Fn. 144), Kapitel 3, S. 120. Dieser Zuordnungsprozess wird in der US-amerikanischen juristischen Literatur unterschiedlich als Einordnung, Qualifizierung oder Auslegung bezeichnet (*classification*, *qualification* oder *interpretation*). Vgl. § 7 Restatement, a.a.O. (Fn. 144), Comment a.

wird auf die vertraglichen Beziehungen zwischen den Parteien der Aktienübertragung abstellen und sich in erster Linie also nach der Rechtswahl der Parteien richten.

Bei der Übertragung von Namensaktien, die im US-amerikanischen mittelbaren Verwahrsystem oder ihrem deutschen Pendant, der Sammelverwahrung, gehalten werden, wird dagegen das nach New Yorker und deutschem internationalen Privatrecht zu bestimmende anwendbare Recht in den meisten Fällen im Ergebnis identisch sein – zumindest, soweit es sich um die Begründung des Rechts des Verfügungsempfängers handelt.

Nach beiden Rechtssystemen wird im Ergebnis das Recht des Staates der depotführenden Stelle des *securities intermediary* bzw. der Depotbank angewandt, der/die die Wertpapiere dem Käufer gutschreibt und damit ein *security entitlement* des Käufers begründet (New York) oder den letzten Schritt bei der Übertragung auf den Käufer bewirkt (Deutschland).¹⁵² Beide Rechtssysteme unterscheiden sich allerdings in Bezug auf die Frage, ob der gesamte Übertragungsvorgang einem Recht unterliegt oder ob das auf jedes Glied in der Übertragungskette anwendbare Recht getrennt beurteilt werden muss. § 17a DepotG wendet bei einer grenzüberschreitenden Übertragung ein und dasselbe Recht auf den Gesamtvorgang an, einschliesslich der Gutschriften auf dem bzw. Belastungen des Depots des Verkäufers bei seinem *securities intermediary*, des Depots des *securities intermediary* bei DTC, des Depots von CBF bei DTC, des Depots von DTC bei CBF, des Depots der deutschen Depotbank bei CBF und des Depots des Käufers bei seiner Depotbank.¹⁵³ Der UCC hingegen betrachtet die zwischen den an dem Übertragungsvorgang teilnehmenden Parteien bestehenden Rechtsverhältnisse getrennt.¹⁵⁴

Die Einführung des § 17a DepotG verringert den Widerspruch zwischen dem New Yorker und dem deutschen internationalen Privatrecht. Sie hebt ihn aber nicht auf.

d) Der Konventionsentwurf der Haager Konferenz für internationales Privatrecht

In ihrer Sitzung vom 13. Dezember 2002 beschloss die Haager Konferenz für internationales Privatrecht den Entwurf einer Konvention, die das anwendbare Recht für

¹⁵² Vgl. unter VI.3.a) u. b). Selbst wenn ein New Yorker Gericht auf den Vorgang abstellen würde, der nach deutschem Recht die Rechtsgültigkeit der Übertragung bewirkt, nämlich die von CBF vorgenommene Gutschrift auf dem Wertpapierdepot der Depotbank des Erwerbers (vgl. Text zu Fn. 114), ändert das nichts daran, dass das deutsche Recht Anwendung findet.

Probleme können im Hinblick auf die Bestimmung des Rechts des Staates des *securities intermediary* auftreten. Während § 8-110(e) UCC in erster Linie auf das von den Parteien vereinbarte Recht abstellt, verweist § 17a DepotG nur auf das Recht des Ortes, in dem die Buchung vorgenommen wird bzw. an dem die Depotbank ihre kontoführende Haupt- oder Zweigstelle hat. Dieser unterschiedliche Ansatzpunkt wird in der Praxis in vielen Fällen nicht zu Konflikten führen, weil ein Broker-Dealer mit einer Niederlassung in New York in der Regel New Yorker Recht in dem Depotvertrag mit seinen Kunden vereinbaren und auch das Wertpapierdepot in New York führen wird.

¹⁵³ Vgl. unter VI.4.a). Bei einem Verkauf von Aktien eines Verkäufers in den USA an einen Käufer in Deutschland würde nach § 17a DepotG deutsches Recht auf den Gesamtvorgang Anwendung finden und bei dem umgekehrten Vorgang das Recht eines US-amerikanischen Einzelstaats. Vgl. unter VI.3.a).

¹⁵⁴ Vgl. unter VI.3.b). Bei einem Verkauf von Aktien eines US-amerikanischen Verkäufers an einen Käufer in Deutschland beenden bzw. begründen (1) die Belastung des Depots des *securities intermediary* des Verkäufers bei seinem *securities intermediary*, (2) die Belastung des Depots des *securities intermediary* des Verkäufers bei DTC und (3) die Gutschrift auf dem CBF-Depot bei DTC jeweils ein *security entitlement*. Das darauf anwendbare Recht bestimmt sich nach § 8-110 UCC und dürfte das Recht des Staates New York sein (angenommen der *securities intermediary* handelt durch eine Niederlassung in New York). Auf die danach erfolgende Belastung des DTC-Depots bei CBF, die von CBF vorgenommene Gutschrift auf dem Depot der deutschen Depotbank des Käufers und die von der Depotbank vorgenommene Gutschrift auf dem Depot des Käufers wendet der UCC deutsches Recht an. Vgl. Fn. 148 und begleitenden Text.

bestimmte Bereiche im Zusammenhang mit Wertpapieren, die bei einer Depotbank verwahrt werden, festlegt.¹⁵⁵ Der Konventionsentwurf würde die Fragen hinsichtlich des auf grenzüberschreitende Aktienübertragungen anwendbaren Rechts lösen. Er bestimmt das auf die Übertragung¹⁵⁶ von in einem Depot verwahrten Aktien¹⁵⁷ anwendbare Recht nach einem Kaskadensystem, das dem § 8-110 UCC ähnlich ist.¹⁵⁸ Ausgangspunkt ist, dass das in dem Depotvertrag allgemein oder besonders für Wertpapierübertragungen vereinbarte Recht auf die Übertragung Anwendung findet.¹⁵⁹ Ähnlich wie Art. 8 UCC würde die Konvention zwischen den verschiedenen Buchungsvorgängen bei einer Übertragung unterscheiden.¹⁶⁰

4. Die Abwicklung grenzüberschreitender Übertragungen

Während sich der Aktienhandel innerhalb von Deutschland¹⁶¹ und den USA¹⁶² nach bestehenden Handelsbräuchen sowie Abrechnungs- und Abwicklungsmodi vollzieht, entstehen beim grenzüberschreitendem Handel von Aktien besondere Probleme.

a) Die Übertragung von Aktien durch DTC und CBF

Die grenzüberschreitende Übertragung von Aktien wird durch Buchungen auf dem Depot von DTC bei CBF sowie dem Depot von CBF bei DTC bewirkt. Bis 1998 existierte lediglich eine einseitige Verbindung zwischen CBF und DTC, da nur CBF ein Depot bei DTC unterhielt.¹⁶³ Dadurch wurde einem DTC-Teilnehmer ermöglicht, eine grenzüberschreitende Transaktion mit einem CBF-Teilnehmer im Wege einer Buchübertragung von seinem DTC-Depot auf das CBF-Depot bei DTC unter Benennung des begünstigten CBF-Teilnehmers durchzuführen. Ein CBF-Teilnehmer konnte jedoch keine Buchübertragung von Wertpapieren von seinem CBF-Depot auf das DTC-Depot eines DTC-Teilnehmers durchführen, sondern musste DTC einzelverbriefte Aktienurkunden liefern. 1998 gab die SEC DTC die Erlaubnis, ein Depot bei CBF zu eröffnen, um eine wechselseitige Verbindung durch Buchübertragungen

¹⁵⁵ “Convention On The Law Applicable To Certain Rights In Respect Of Securities Held With An Intermediary“, abrufbar unter www.hcch.net (zuletzt besucht am 7.8.2003). Die Haager Konferenz für Internationales Privatrecht ist eine internationale Organisation, deren Ziel eine Vereinheitlichung der Regeln des internationalen Privatrechts ist, vgl. Artikel 1 des Statuts der Haager Konferenz für internationales Privatrecht v. 15.7.1955, abrufbar unter www.hcch.net (zuletzt besucht am 7.8.2003). Die USA und Deutschland sind jeweils Mitglieder der Haager Konferenz.

¹⁵⁶ Vgl. Art. 2.1 des Konventionsentwurfs.

¹⁵⁷ “*Securities held with an intermediary*“, vgl. Art. 1.1.f) des Konventionsentwurfs. Ein “*intermediary*“ ist eine Person, die gewerbsmässig Wertpapierdepots für andere unterhält, vgl. Art. 1.1.c) des Konventionsentwurfs.

¹⁵⁸ Vgl. Art. 4 – 6 des Konventionsentwurfs. Vgl. Fn. 140.

¹⁵⁹ Vgl. Art. 4 des Konventionsentwurfs.

¹⁶⁰ Vgl. Art. 1.4 des Konventionsentwurfs.

¹⁶¹ Die Bestimmungen für den Börsenhandel an der FWB sind in den “Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse“ i.d.F. v. 1.7.2003 enthalten, abrufbar unter www.exchange.de (zuletzt besucht am 20.7.2003).

¹⁶² Vgl. Securities Exchange Act von 1934 und die auf der Grundlage dieses Gesetzes erlassenen Verordnungen. Zusätzlich hat jede US-amerikanische Börse weitere Regeln für den Wertpapierhandel in einer eigenen Börsenordnung erlassen, z.B. den NYSE Guide. Börsenordnungen müssen von der SEC genehmigt werden, vgl. §§ 6, 19(b), 23(a)(3) Securities Exchange Act von 1934.

¹⁶³ Die Unterhaltung eines Depots bei DTC wird CBF durch § 5 Abs. 4 DepotG ermöglicht. Der UCC in der Fassung von 1978 machte ein DTC-Depot bei CBF nicht sinnvoll. Vgl. Gruson, a.a.O. (Fn. 1), Fn. 244 auf S. 249.

zwischen den beiden Abrechnungssystemen von CBF und DTC zu ermöglichen.¹⁶⁴

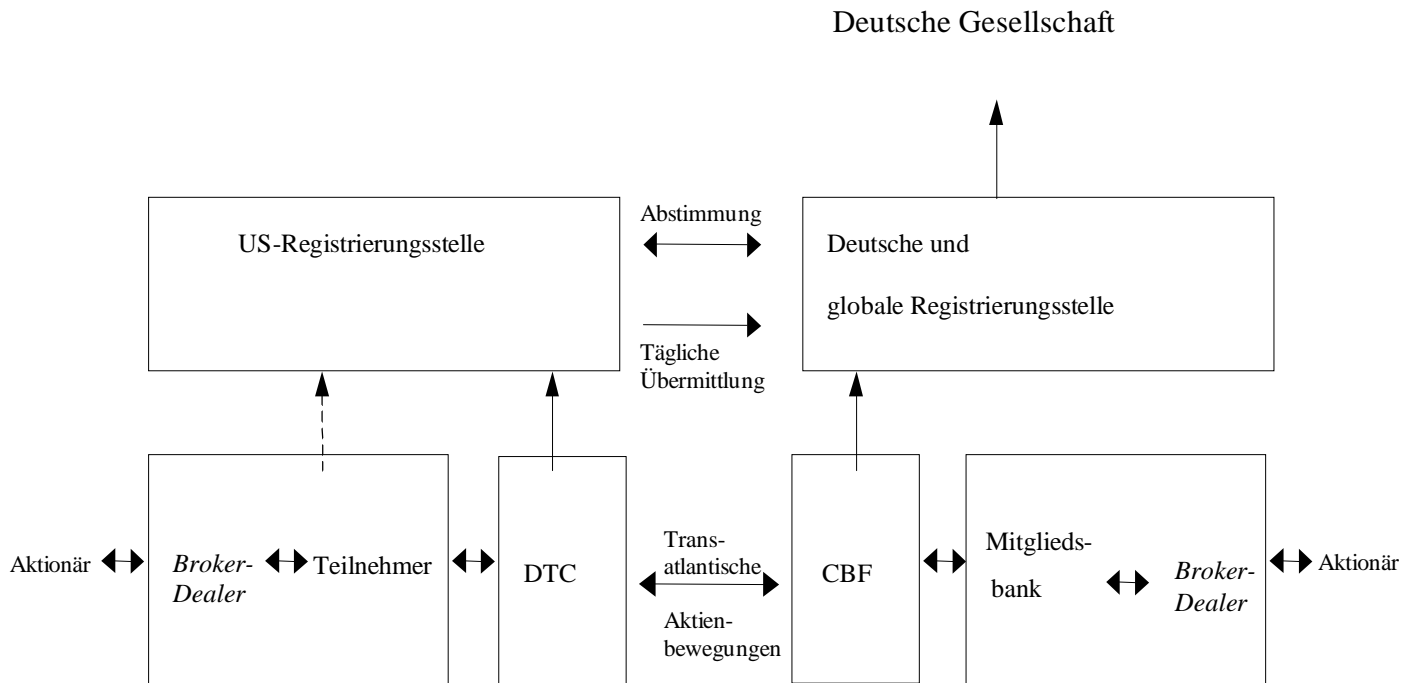
Um die Depotverbindung zwischen CBF und DTC zu aktivieren, mussten DTC DaimlerChrysler-Aktien, die in ihrer Sammelurkunde verbrieft waren, auf das DTC-Depot bei CBF und CBF DaimlerChrysler-Aktien, die in ihrer Sammelurkunde verbrieft waren, auf das CBF-Depot bei DTC übertragen. DTC gab Bank of New York als US-Registrierungsstelle eine entsprechende Anweisung und Bank of New York verringerte entsprechend die Anzahl der auf Cede & Co. (*nominee* von DTC) in dem US-Unterregister eingetragenen Aktien um die übertragenen Aktien (z.B. 100.000 Aktien) und verringerte die Anzahl der in der DTC-Sammelurkunde verbrieften Aktien um 100.000 Aktien. Bank of New York informierte Deutsche Bank als deutsche Registrierungsstelle über diese Übertragung und Deutsche Bank erhöhte die Anzahl der in der CBF-Sammelurkunde verbrieften Aktien um 100.000 und trug Cede & Co. als Aktionär von 100.000 Aktien im deutschen Unterregister ein. CBF schrieb ihrem DTC-Depot 100.000 Aktien gut. Damit sank die Anzahl der Aktien im US-Unterregister um 100.000, während sie im deutschen Unterregister um die gleiche Anzahl anstieg. Die Gesamtzahl der Aktien im globalen Aktienregister änderte sich jedoch nicht. DTC war nun mit 100.000 Aktien im CBF-System vertreten. Die Anzahl der durch Cede & Co. gehaltenen Aktien verringerte sich ebenfalls nicht. Die übertragenen Aktien wurden aber nicht länger im US-Unterregister geführt und in einer DTC-Sammelurkunde verbrieft. DTC hielt diese Aktien nun in einem Depot bei CBF, war im deutschen Unterregister eingetragen und Miteigentümer der CBF-Sammelurkunde. Deutsche Bank als globale Registrierungsstelle nahm die entsprechenden Einträge im globalen Aktienregister vor. CBF übertrug in einer entsprechenden Weise DaimlerChrysler-Aktien, die in ihrer Sammelurkunde verbrieft waren, auf ihr Depot bei DTC. Nach dieser Übertragung nahm CBF am DTC-System teil, auch wenn CBF nach dem US-amerikanischen System kein eingetragener Aktionär und kein Miteigentümer der in der DTC-Sammelurkunde verbrieften Aktien wurde.

Ein Beispiel mag verdeutlichen wie eine Aktienübertragung im Rahmen der DTC – CBF Verbindung stattfindet: Angenommen ein US-amerikanischer Aktionär, der ein Wertpapierdepot bei einem DTC-Teilnehmer wie Merrill Lynch hat, verkauft 100 DaimlerChrysler-Aktien über die FWB an einen deutschen Käufer, der ein Wertpapierdepot bei einem CBF-Teilnehmer wie Dresdner Bank hat. In diesem Fall muss Merrill Lynch 100 Aktien an Dresdner Bank liefern. Merrill Lynch teilt DTC mit, an welchen CBF-Teilnehmer die Aktien übertragen werden sollen. DTC belastet das Merrill Lynch-Depot mit 100 Aktien und schreibt dem bei DTC unterhaltenen CBF-Depot 100 Aktien gut. CBF belastet das bei CBF unterhaltene DTC-Depot mit 100 Aktien und schreibt dem Dresdner Bank-Depot 100 Aktien gut. Merrill Lynch und Dresdner Bank belasten bzw. kreditieren die Depots ihrer jeweiligen Kunden. Die Gesamtzahl der von jeder der beiden Sammelurkunden ausgewiesenen Aktien hat sich nicht verändert. DTC ist lediglich mit 100 Aktien weniger im CBF System vertreten und CBF ist mit 100 Aktien mehr im DTC-System vertreten.

Die Aktienübertragungen innerhalb dieser DTC-CBF-Verbindung erfolgen auf einer *“free of payment”*-Basis. Dies bedeutet, dass die im Zusammenhang mit den Aktienübertragungen stehenden Zahlungen mit Hilfe eines separaten Zahlungssystems erfolgen.

¹⁶⁴ Die diesbezügliche Änderung ihrer Regeln beantragte DTC im Zusammenhang mit der DaimlerChrysler-Transaktion am 15.9.1998 gemäss § 19(b)(1) Securities Exchange Act von 1934 bei der SEC. Die SEC genehmigte den Antrag im SEC Release Nr. 34-40660 v. 10.11.1998 (International Series Release 1170), SEC Docket Bd. 68, S. 1378, Fed. Reg. Bd. 63, S. 64135 v. 18.11.1998.

Das folgende Bild zeigt die Aktienbewegungen und das Eintragungsverfahren zwischen den USA und Deutschland.



b) Die Übertragung von Aktien durch Bank of New York und Deutsche Bank

Zusätzlich zu einer Übertragung über die Verbindung zwischen DTC und CBF kann die Übertragung von DaimlerChrysler-Aktien auch über eine Depotverbindung zwischen Bank of New York und Deutsche Bank abgewickelt werden.¹⁶⁵ Bank of New York unterhält ein Wertpapierdepot bei Deutsche Bank und Deutsche Bank unterhält ein Wertpapierdepot bei Bank of New York. Deutsche Bank kann Aktien auf Bank of New York übertragen, indem sie die Aktien dem Bank of New York-Depot gutschreibt und damit Bank of New York anteiliges Eigentum an der bei CBF verwahrten Sammelurkunde verschafft. Ein US-amerikanischer Investor kann wählen, ob seine DaimlerChrysler-Aktien bei DTC (über einen DTC-Teilnehmer) oder bei Bank of New York verwahrt werden sollen. Bank of New York verwahrt eine Sammelurkunde, um transatlantische Aktienübertragungen über die Verbindung zwischen ihr und Deutsche Bank zu erleichtern.¹⁶⁶

c) Die Übergabe einzelverbriefter Aktienurkunden in Deutschland

Werden einzelverbriefte Aktienurkunden, die in den USA ausgegeben wurden, in Deutschland zur Erfüllung eines Kaufvertrags über DaimlerChrysler-Aktien vorgelegt, müssen

¹⁶⁵ Vgl. *Brammer* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 399, 415.

¹⁶⁶ Vgl. Fn. 36. Die in dieser Sammelurkunde verbrieften Aktien sind nicht in der von DTC verwahrten Sammelurkunde enthalten.

sie über eine Depotbank bei CBF hinterlegt werden.¹⁶⁷ CBF zieht die Aktienurkunden ein und schreibt die entsprechende Anzahl von Aktien dem von ihr unterhaltenen Depot der Depotbank gut. Die Aktien sind nunmehr in der von CBF verwahrten Sammelurkunde verbrieft.¹⁶⁸ Obwohl also einzelverbriefte Aktienurkunden dem Käufer bei der Abwicklung eines Kaufes an der FWB nicht ausgehändigt werden können, ermöglicht das oben skizzierte Verfahren eine rechtsgültige Übergabe (“*good delivery*”) zur Erfüllung eines Kaufvertrags über DaimlerChrysler-Aktien. Dem CBF-Depot der Depotbank des Käufers und dem Depot des Käufers bei seiner Depotbank wird die Anzahl der erworbenen Aktien gutgeschrieben.

d) Die unterschiedlichen Abwicklungsdaten bei Aktienübertragungen

Während Aktienübertragungen in Deutschland normalerweise innerhalb von zwei Tagen nach dem Tag, an dem der Kaufvertrag über die Aktien geschlossen wurde, abgewickelt werden müssen (im Folgenden “T+2”),¹⁶⁹ hat dies in den USA lediglich innerhalb von drei Tagen zu geschehen (im Folgenden “T+3”).¹⁷⁰ Wenn ein Aktionär, der in Deutschland Aktien verwahrt, diese in die USA verkauft, entstehen bei der Übergabe keine besonderen Probleme. Der Aktionär kann die Übertragung einen Tag später vornehmen, als er dies bei einer Übertragung in Deutschland hätte tun müssen. In diesem Fall bleibt er noch einen Tag länger Inhaber der Aktien. Problematischer ist dagegen der umgekehrte Fall, in dem ein US-amerikanischer Aktionär seine Aktien nach Deutschland verkauft und die Erfüllung des Kaufvertrags in Deutschland erfolgt. In diesem Fall muss die Übergabe der Aktien innerhalb von zwei Tagen nach dem Tag des Kaufvertrags, d.h. einen Tag früher als nach den US-amerikanischen Bestimmungen, stattfinden. Der US-amerikanische Aktionär muss sich eventuell die nötigen Aktien leihen, um die Übergabe vollziehen zu können, wenn er die Aktien unter dem “T+3-System” noch nicht erlangt hat. Normalerweise können die nötigen Aktien aus den Beständen der Banken oder der Broker-Dealer zur Verfügung gestellt werden. Das Problem unterschiedlicher Abwicklungsdaten für Aktienübertragungen in unterschiedlichen Ländern kann nur durch eine Harmonisierung der Abwicklungsdaten gelöst werden.

VII. Die Zahlung von Dividenden

1. Die unterschiedlichen Verfahren in den USA und in Deutschland

Die Zahlung von Dividenden wirft bei globalen Aktien ein Problem auf, weil zwei vollkommen unterschiedliche Systeme der Dividendenberechtigung aufeinandertreffen.

In den USA wird die Dividendenausschüttung vom Board of Directors beschlossen.¹⁷¹

¹⁶⁷ Schon aus diesem Grund enthalten die einzelverbrieften Aktien einen Vordruck für ein Indossament in der in Deutschland üblichen Form (vgl. Fn. 101).

¹⁶⁸ Um Schwierigkeiten zu vermeiden die entstehen könnten, wenn die in Deutschland vorgelegte einzelverbriefte Aktienurkunde eingezogen, aber aus abwicklungstechnischen Gründen nicht am gleichen Tag dem Depot, das in der CBF-Sammelurkunde verbrieft ist, gutgeschrieben wird, verwahrt Deutsche Bank eine Sammelurkunde, der die in der vorgelegten Einzelurkunde verbrieften Aktien am Abend des Vorlegungstages vorläufig gutgeschrieben werden. Vgl. Fn. 36.

¹⁶⁹ Vgl. z.B. § 15 Abs. 1 der Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse, a.a.O. (Fn. 161).

¹⁷⁰ Vgl. Rule 15c6-1(a) zum Securities Exchange Act von 1934; Rule 64(a)(3), NYSE Guide (CCH) ¶ 2064 (delivery “*regular way*”). Vgl. auch *Meyer-Sparenberg*, WM 1996, 1117, 1122.

¹⁷¹ Vgl. z. B. §§ 170, 173 Delaware General Corporation Law; § 6.40(a) Model Business Corporation Act Annotated, a.a.O. (Fn. 91). Vgl. allgemein zum Verfahren der Dividendenausschüttung in den USA *Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht (1991), Rdn. 453ff. Der Court of Chancery of Delaware hat in *Leibert v. Grinnerl Corp.*, 194 A.2d 846 (Del. Ch. 1963) entschieden, dass Aktionäre kein Recht haben, das

Deshalb werden die Dividenden ohne zeitlichen Bezug zum Datum der Hauptversammlung ausgeschüttet. Die Aktionäre haben Anspruch auf eine Dividendenzahlung, wenn sie an dem Tag, der durch das Board of Directors festgelegt wird (im Folgenden "*record date*"), als Aktionäre im Aktienregister eingetragen sind.¹⁷² Die Praxis der Dividendenausschüttung bei den an der NYSE gehandelten Aktien wird durch die oben erwähnte Übergaberegeln (T+3) beeinflusst, nach der Aktienkaufverträge, die an der NYSE abgeschlossen werden, innerhalb von drei Tagen nach dem Tag des Abschlusses des Aktienkaufvertrags abgewickelt sein müssen.¹⁷³ Wegen dieser Regelung werden Aktien vom zweiten Werktag vor dem *record date* an bis einschließlich des *record date* "*ex dividend*" gehandelt.¹⁷⁴ Das bedeutet, dass der Verkäufer, der am *record date* noch der eingetragene Inhaber der Aktie ist, die Dividende beanspruchen kann, während der Käufer, der die Aktie vor dem *record date* kauft, sie aber erst danach erhält, keinen Anspruch auf die Dividende hat.

Das deutsche System der Dividendenausschüttung unterscheidet sich vom US-amerikanischen System, weil die Dividendenausschüttung bei deutschen Gesellschaften von der Hauptversammlung beschlossen wird (vgl. § 174 AktG). Die meisten deutschen Gesellschaften (wie auch DaimlerChrysler) zahlen Dividenden einmal im Jahr und die Dividenden werden im Rahmen der ordentlichen Hauptversammlung beschlossen. Außerdem werden Aktien mit einem Dividendenkupon gehandelt, der den Inhaber zum Empfang der beschlossenen Dividende unabhängig davon berechtigt, ob er im Aktienregister eingetragen ist oder nicht.¹⁷⁵ Erwirbt ein Käufer eine Aktie am Tag der entsprechenden Hauptversammlung oder davor, so hat er einen Anspruch auf den aktuellen Kupon und die damit verbundene Dividende. In Deutschland erwirbt dieser Käufer die Aktie also nicht *ex dividend*, sondern stets einschließlich des in dem Kupon verbrieften Dividendenanspruchs. Dagegen hat ein Käufer, der die Aktie an dem Tag nach der Hauptversammlung erwirbt, lediglich einen Anspruch auf die Aktienurkunde ohne Kupon und wird den Kupon für die kürzlich beschlossene Dividende auch nicht erhalten. In Deutschland beginnt der Zeitraum, in dem Aktien *ex dividend* gehandelt werden, also erst am Tag nach der Hauptversammlung.¹⁷⁶ Ein Eintrag im Aktienregister am Tag der Hauptversammlung, die über die Ausschüttung einer Dividende beschliesst, ist für die Entstehung des Dividendenanspruchs nicht erforderlich. Entscheidend ist einzig und allein das Eigentum an dem Kupon.

Nach deutschem Recht haben alle Aktionäre, deren Aktien in einer Sammelurkunde bei

Management zur Dividendenausschüttung zu zwingen, selbst wenn die Gesellschaft (1) einen großen Überschuss hat und (2) eine Holdinggesellschaft ist, deren satzungsmäßiger Zweck es ist, Dividenden auszuschütten.

¹⁷² Vgl. §§ 170, 173 Delaware General Corporation Law; §§ 6.40(a), 7.07(a) Model Business Corporation Act Annotated, a.a.O. (Fn. 91).

¹⁷³ Vgl. Fn. 170 und den begleitenden Text.

¹⁷⁴ Der Terminus *ex dividend* bedeutet ohne Dividende. Der Erwerber einer *ex dividend*-Aktie hat keinen Anspruch auf die bereits beschlossene Dividende. Beispielsweise könnte eine Dividende laut Beschluß des Board of Directors an die an einem bestimmten Freitag eingetragenen Aktionäre auszuzahlen sein. Da an der NYSE drei Werktage für die Übergabe der Aktie beansprucht werden können, würde die NYSE der Aktie mit Börsenöffnung am vorangehenden Mittwoch den Status einer *ex dividend*-Aktie verleihen. Käufer, die die Aktie an dem entsprechenden Mittwoch oder später erwerben, hätten in diesem Fall keinen Anspruch auf die bereits beschlossene Dividende. Die Dividenden stehen den am Freitag eingetragenen Verkäufern zu. Wenn Aktien *ex dividend* gehandelt werden, enthalten die Anzeigetafeln nach dem Namen der Gesellschaft das Symbol "x". Vgl. NYSE Glossary unter dem Begriff *ex dividend*, abrufbar unter www.nyse.com (zuletzt besucht am 20.7.2003). Vgl. auch Rule 235 NYSE Guide (CCH) ¶ 2235.

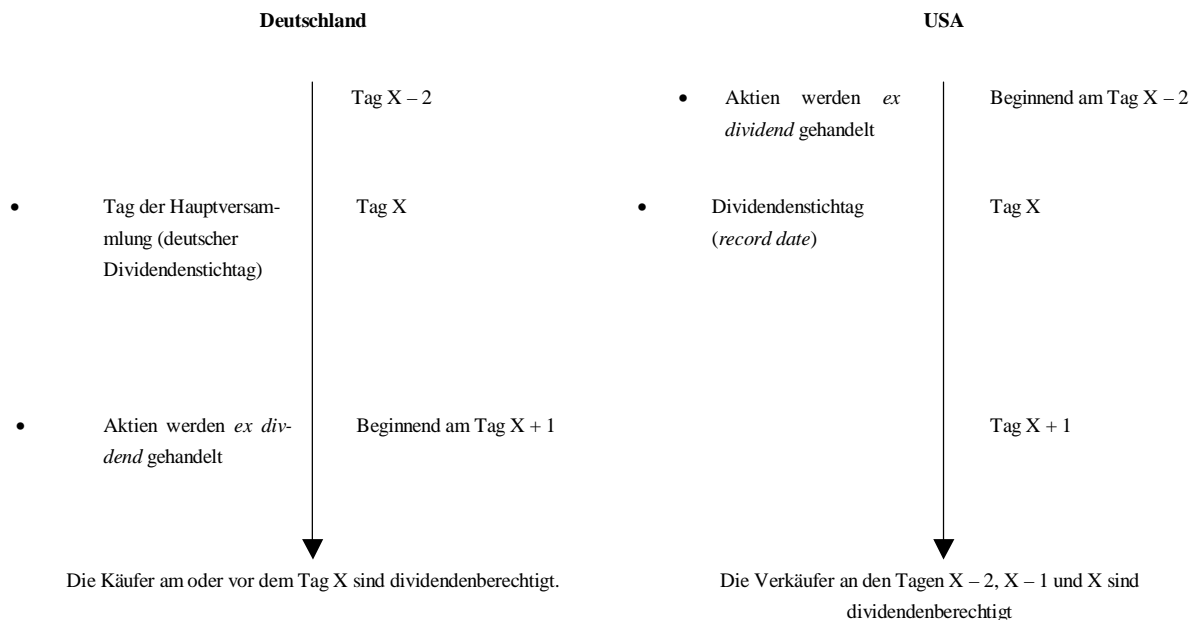
¹⁷⁵ Vgl. *Diekmann*, BB 1999, 1985, 1987; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 14; *Leuering*, ZIP 1999, 1745, 1749. Vgl. auch die Ausführungen unter IV.4.

¹⁷⁶ Vgl. Nr. 33(1) u. (6), AGB der CBF, a.a.O. (Fn. 82).

CBF verbrieft sind, anteiliges Miteigentum an dieser Urkunde. Dies gilt auch für den Sammelkupon, falls die Sammelurkunde mit einem derartigen Kupon ausgestattet ist. Der Inhaber der Sammelurkunde ist auch Inhaber des Sammelkupons. Der Käufer eines Miteigentumsanteils an einer Sammelurkunde erwirbt auch den Miteigentumsanteil an dem Sammelkupon, unabhängig davon, ob er im Aktienregister eingetragen ist oder nicht. Dividenden werden von der Gesellschaft an CBF als unmittelbare Besitzerin des Sammelkupons ausgezahlt.¹⁷⁷

Bei Namensaktien ohne Kupon hat die Ausschüttung der Dividende an die Person zu erfolgen, die bei Handelsschluss des Tages, an dem die Dividende von der Hauptversammlung beschlossen wurde, im Aktienregister eingetragen ist. Denn gemäss § 67 Abs. 2 AktG darf die Gesellschaft nur diejenigen Personen als Aktionäre behandeln, die im Aktienregister eingetragen sind.

Zeitleiste I: Traditionelle Dividendenausschüttung und Aktienhandel



Tag X = Tag, an dem das Ereignis stattfindet, das den Zeitpunkt bestimmt, ab dem *ex dividend* gehandelt wird.

Wegen dieser unterschiedlichen Systeme stimmen die Zeitpunkte, ab denen *ex dividend* gehandelt wird, an FWB und NYSE nicht überein. Eine unterschiedliche Behandlung der

¹⁷⁷ Dass die Dividende an CBF und nicht an die Aktionäre als Miteigentümer des Sammelkupons ausgezahlt werden darf, ergibt sich aus einer Kombination aus den AGB der Depotbanken und den AGB der CBF. Zum einen bestimmt beispielsweise Nr. 2.1 der "Dienstleistungen im Rahmen der Verwahrung" der "Geschäftsbedingungen der Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG", dass "[...] bei im Inland verwahrten Wertpapieren [...] die Bank für die Einlösung von [...] Gewinnanteilscheinen [sorgt]", abrufbar unter www.maxblue.de (zuletzt besucht am 31.7.2003). Zum anderen ist CBF gemäss Nr. 30(3) der AGB der CBF, a.a.O. (Fn. 82), berechtigt, die Rechte der Eigentümer der girosammelverwahrten Wertpapiere geltend zu machen. Dies muss auch für die in dem Sammelkupon verbrieften Rechte gelten. Folglich darf CBF die von der Gesellschaft gezahlte Dividende entgegennehmen. Für eine weitergehende Darstellung zum Dividendenausschüttungsverfahren bei Aktien, die in einer Sammelurkunde verbrieft sind, vgl. *Brammer* in: von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O (Fn. 13), S. 399, 403 f. und VII.2.a) und VII.3.a).

Dividendenberechtigung an verschiedenen Märkten würde zu einer Preisverzerrung führen. Es musste folglich ein Weg gefunden werden, der sowohl die deutschen als auch die US-amerikanischen Bestimmungen und Usancen berücksichtigt und miteinander in Einklang bringt.

2. *Die Dividenden bei globalen Aktien in Deutschland*

a) CBF

Dividenden auf Aktien, die in einer bei CBF verwahrten Sammelurkunde verbrieft sind, werden in Übereinstimmung mit dem deutschen Recht und den deutschen Usancen nicht direkt an die im Aktienregister eingetragenen Aktionäre, sondern über CBF an die CBF-Teilnehmer ausgeschüttet. CBF belastet die Zahlstelle (*“paying agent”*) von DaimlerChrysler mit der Gesamtsumme, die an die CBF-Teilnehmer auszuschütten ist, und schreibt den einzelnen CBF-Teilnehmern die Summe an Dividendenzahlungen gut, die ihnen aufgrund der Anzahl ihrer bei CBF verwahrten Aktien zusteht. Daraufhin schreiben die CBF-Teilnehmer den Depots ihrer Kunden den diesen gemäss ihrem Miteigentumsanteil am Sammelkupon zustehenden Dividendenanteil gut. Diese Ausschüttungen werden am Tag nach der Hauptversammlung durch Banküberweisungen mit Wertstellung vom Tag der Hauptversammlung ausgeführt.¹⁷⁸

Veräussert ein Aktionär seine Aktie am Tag der Hauptversammlung oder einen Tag davor, bleibt er zunächst Inhaber der Dividendenanspruchs. Denn aufgrund der T+2-Übergaberegeln ist er am Tag der Hauptversammlung noch Miteigentümer des Sammelkupons. Trotzdem hat der Käufer nach deutschen Usancen die Aktie nicht *ex dividend*, sondern einschliesslich des Dividendenanspruchs erworben. Aus diesem Grund hat der Verkäufer, der den Sammelkupon mangels Besitzposition nicht übergeben kann, seinen Anspruch auf die Dividende auch an den Käufer abzutreten. Zu diesem Zweck weist er die Gesellschaft an, die Zahlung an den Käufer zu tätigen, wenn der Erwerb der Aktie über das CBF-System erfolgt. Der Käufer der Aktie erhält dadurch den im Aktienkaufpreis enthaltenen Dividendenanspruch, den er zunächst nicht erhielt, weil die Übergabe der Aktie und des Kupons bzw. die Verschaffung des Miteigentums an diesen Papieren am Tag der Hauptversammlung noch nicht erfolgt war.¹⁷⁹ Bei der Abtretung eines Dividendenanspruchs im CBF-System wird die Depotbank des Verkäufers belastet und der entsprechende Betrag der Depotbank des Käufers gutgeschrieben.

Eine auf dem Aktienregister und nicht auf Depoteinträgen bei CBF basierende Zahlung von Dividenden würde das gut funktionierende deutsche Ausschüttungsverfahren durcheinanderbringen, weil eine beachtliche Anzahl von Aktionären, die (noch) nicht im Aktienregister eingetragen sind, keine Dividenden erhalten würde. Obwohl in Deutschland im Gegensatz zu den USA Dividendenzahlungen aufgrund der Depots des Zentralverwahrers und nicht aufgrund des Aktienregisters vorgenommen werden, ist der praktische Unterschied gering. Denn das US-amerikanische Aktienregister weist im Wesentlichen nur Cede & Co. (*nominee* von DTC) als Aktionär aus. Im Ergebnis werden also sowohl in den USA als auch in Deutschland Dividendenzahlungen auf in Sammelurkunden verbrieft Aktien an den

¹⁷⁸ Der Dividendenanspruch der Aktionäre wird gemäss § 271 BGB unmittelbar im Anschluss an den entsprechenden Hauptversammlungsbeschluss fällig, vgl. *Hüffer*, a.a.O (Fn. 26), § 174 Rdn. 4. Jedoch werden der Gesellschaft nach dem Grundsatz von Treu und Glauben (vgl. § 242 BGB) aus abwicklungstechnischen Gründen einige Tage zur Dividendenzahlung zugestanden. Vgl. *Lutter* in: *Zöllner* (Hrsg.), a.a.O (Fn. 47), § 58 Rdn. 109.

¹⁷⁹ Vgl. *Than/Hannöver* in: von Rosen/Seifert, *Namensaktie* a.a.O (Fn. 13), S. 279, 289. Die hier beschriebene rechtliche Konstruktion ist jedoch noch nicht von einem deutschen Gericht überprüft worden. Der Käufer trägt dazu das Risiko der Insolvenz des Verkäufers.

Zentralverwahrer geleistet: in Deutschland als Verwahrer des Sammelkupons, in den USA, weil der *nominee* von DTC der eingetragene Aktionär (fast) aller sammelverwahrten Aktien ist. Die Zentralverwahrer leiten die Dividenden dann über ihre Teilnehmer an die Aktionäre bzw. *beneficial owner* weiter. Faktisch kommen Deutschland und die USA über unterschiedliche rechtliche Wege damit zu ein und demselben Ergebnis.

b) Die einzelverbrieften Aktienurkunden

Da die einzelverbrieften DaimlerChrysler-Aktien nicht mit den in Deutschland üblichen Kupons versehen sind, werden die Dividenden an die am Tag der Hauptversammlung im deutschen Aktienregister eingetragenen Personen ausgeschüttet. Dies geschieht durch Schecks, die von der Gesellschaft oder einer von der Gesellschaft beauftragten Zahlstelle ausgestellt werden. Dieses Verfahren wird bei allen Aktien angewandt, die sich nicht in Sammelverwahrung befinden. Unerheblich ist daher, ob der Aktionär selber oder eine Depotbank die Aktienurkunde verwahrt. Dem Aktienregister lässt sich entnehmen, in welcher Form die Aktien verwahrt werden.¹⁸⁰ Aktionäre, die einzelverbriefte Aktien auf dem Sekundärmarkt, z.B. an der NYSE, kaufen, müssen dafür sorgen, dass sie in das Aktienregister eingetragen werden. Denn nur durch die Eintragung im Aktienregister gelten sie der Gesellschaft gegenüber als Aktionär und haben Anspruch auf Zahlung der Dividende (vgl. § 67 Abs. 2 AktG).

Die bei den in Sammelurkunden verbrieften Aktien anwendbaren Regelungen für den *ex dividend* Handel und die Abtretung von Ansprüchen auf Dividendenzahlungen bei Aktien, die am Tag vor der Hauptversammlung oder am Tag der Hauptversammlung verkauft werden, gelten auch für einzelverbriefte Aktienurkunden.

Aufgrund der unumgänglichen Zeitverzögerung ist es für den Aktionär im Vergleich zu einer Banküberweisung ungünstig, sich den Dividendenscheck per Post zusenden zu lassen. Deutsche Inhaber einzelverbriefter DaimlerChrysler-Aktien erhalten trotzdem ihre Dividendenzahlungen per Scheck und nicht per Überweisung, weil Dividendenzahlungen in den USA üblicherweise per Scheck erfolgen und DaimlerChrysler die Gleichbehandlung der deutschen und amerikanischen Aktionäre, die einzelverbriefte Aktien erworben haben, auch in diesem Punkt verwirklichen wollte.

3. Das US-amerikanische System

a) DTC

Der Tag der Hauptversammlung von DaimlerChrysler ist nicht nur der deutsche Dividendenstichtag, sondern auch der US-amerikanische *record date*. Wie vorstehend erwähnt, sind nach US-amerikanischem Recht die Aktionäre dividendenberechtigt, die am *record date* im Aktienregister eingetragen sind. Da unterschiedliche Zeiträume eines *ex dividend* Handels in New York und Frankfurt nicht toleriert werden konnten, hat die NYSE ihre gewöhnliche *ex dividend* Handelspraxis bei der DaimlerChrysler-Aktie aufgegeben.¹⁸¹ Stattdessen hat sie festgelegt, dass DaimlerChrysler-Aktien in den USA im Zeitraum vom zweiten Werktag vor bis

¹⁸⁰ Befindet sich eine Aktie in (Giro)-Sammelverwahrung, enthält das Register das Zeichen "GS". Verwahrt ein Aktionär seine Aktie selbst (eigene Verwahrung durch den Aktionär oder Streifbandverwahrung durch eine Depotbank), enthält das Aktienregister den Eintrag "EV" (für Eigenverwahrung). Das Symbol "EV" zeigt auch an, dass eine Einzelverbriefung erfolgt ist.

¹⁸¹ SEC Release Nr. 34-40597, a.a.O. (Fn. 42), Abschnitt II A (1) Fn. 3.

einschließlich des *record date* nicht *ex dividend*, sondern mit Dividendenanspruch (“*cum dividend*”) gehandelt werden. Dieser Zeitraum entspricht dem Abwicklungszeitraum in den USA (T+3) und dem Zeitraum, in dem Aktien in den USA normalerweise *ex dividend* gehandelt werden. Der Verkäufer, der am *record date* (wirtschaftlicher) Eigentümer der Aktie ist und als solcher die Dividendenzahlung beanspruchen kann, muss die Ansprüche auf Dividendenzahlung an den Käufer abtreten, der die Aktie *cum dividend* gekauft hat. Der Grund für die Abtretung ist, dass der Käufer die Dividende nach dem deutschen System erhalten soll, sie aber nach dem US-amerikanischen System nicht beanspruchen kann. Die Abtretung erfolgt mit Hilfe sogenannter “*due bills*”.¹⁸² Der Verkäufer übergibt dem Käufer eine *due bill* mit den veräusserten Aktien. Die *due bill* wird eingelöst, indem der Verkäufer die Dividende an den Eigentümer der *due bill* auszahlt.¹⁸³ *Due bills* werden bei der Abwicklung eines Aktienkaufs (“*clearing*”) berücksichtigt. Zur Vermeidung von Missverständnissen bezüglich des Zeitraums, in dem *ex dividend* gehandelt wird, bemüht sich die NYSE, ihre Mitgliedsorganisationen über diesen Zeitraum rechtzeitig vor dem jeweiligen *record date* zu informieren.¹⁸⁴

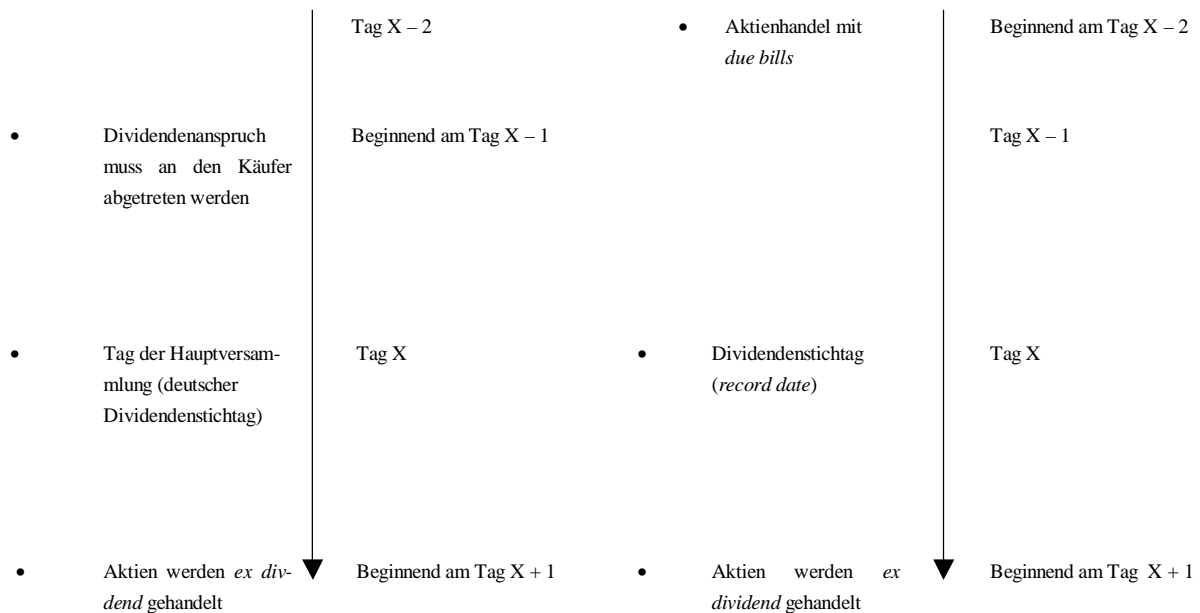
Durch dieses *due bill* System konnte das deutsche System, bei dem Dividenden auf der Hauptversammlung beschlossen und Aktien nur danach *ex dividend* gehandelt werden, beibehalten werden. Das US-amerikanische System musste dagegen modifiziert werden. Dies führt zu einem *ex dividend* Handel von DaimlerChrysler-Aktien an FWB und NYSE ab dem Tag nach dem deutschen Dividendenstichtag und US-amerikanischen *record date*, dem Tag der Hauptversammlung. In den USA wie auch in Deutschland tritt der Verkäufer einer DaimlerChrysler-Aktie, der an dem Tag oder vor dem Tag der Hauptversammlung verkauft, aber erst nach der Hauptversammlung den Vertrag abwickelt, seinen Anspruch auf Dividendenzahlung nunmehr an den Käufer ab.

Zeitleiste II: Dividendenausschüttung und Aktienhandel im System der globalen Aktie

¹⁸² Vgl. SEC-Release Nr. 34-40597, a.a.O. (Fn. 42), Abschnitt II A (1) Fn. 3. Wenn ein Wertpapier nicht *ex dividend* gehandelt wird, obwohl es *ex dividend* gehandelt werden müsste, sind *due bills* begleitend zu der Übergabe des Wertpapiers erforderlich. Vgl. Rule 259, NYSE Guide (CCH) ¶ 2259. Rule 255(a), NYSE Guide (CCH) ¶ 2255 führt dazu aus, dass die *due bill* ein Instrument ist, das entweder die Abtretung von Dividenden, Zinsen oder sonstigen Rechten, die sich auf ein verkauftes Wertpapier beziehen, beweist oder die Verpflichtung des Verkäufers enthält, solche Dividenden, Zinsen oder sonstige Rechte dem Käufer des Wertpapiers zu übertragen. *Due bills* müssen eine von der NYSE genehmigte Form haben. Vgl. Rule 256, NYSE Guide (CCH) ¶ 2256. Der Käufer trägt das Insolvenzrisiko des Verkäufers.

¹⁸³ Vgl. Rule 259, NYSE Guide (CCH) ¶ 2259.

¹⁸⁴ Vgl. SEC Release Nr. 34-40597, a.a.O. (Fn. 42), Abschnitt II A (1) Fn. 3.



Tag X = Tag, an dem das Ereignis stattfindet, das den Zeitpunkt bestimmt, ab dem *ex dividend* gehandelt wird.

b) Die einzelverbrieften Aktienurkunden

Dividenden für Aktionäre mit einzelverbrieften Aktienurkunden, die am *record date*, dem Tag der Hauptversammlung, als solche im US-Unterregister eingetragen sind, werden nach den in den USA üblichen Ausschüttungsmodalitäten per Scheck ausbezahlt. Einzelverbriefte Aktienurkunden werden in Bezug auf *due bills* genauso behandelt wie Aktien, die in einer Sammelurkunde bei DTC verwahrt werden.

VIII. Die Teilnahme an der Hauptversammlung und Stimmrechte

Die Teilnahme an der Hauptversammlung sowie die Ausübung des Stimmrechts stimmen bei DaimlerChrysler - unter Abwandlung einiger deutscher und US-amerikanischer Usancen - mit deutschem Recht überein.

1. Der Stichtag vor der Hauptversammlung

Inhaber von Namensaktien sind zur Teilnahme an der Hauptversammlung und zur Ausübung des Stimmrechts nur dann zugelassen, wenn sie am Tage der Hauptversammlung im Aktienregister der Gesellschaft eingetragen sind (vgl. § 67 Abs. 2 AktG). Das deutsche

¹⁸⁵ Das CBF-System stimmt, was die Zeitleiste anbetrifft, mit dem traditionellen deutschen System überein. Erwirbt ein Käufer im CBF-System eine Aktie am Tag X - 2, ist eine Abtretung des Dividendenanspruchs nicht nötig, da der Verkäufer am Tag X nicht mehr Miteigentümer des Sammelkupons und damit nicht dividendenberechtigt ist.

Aktiengesetz enthält keine Stichtagsregelung, nach der nur die an einem bestimmten Tag vor der Hauptversammlung (im Folgenden "Stichtag") eingetragenen Aktionäre an der Hauptversammlung teilnehmen dürfen.¹⁸⁶ Darüber hinaus kennt das Aktiengesetz auch keine der Hauptversammlung vorgelagerte Frist, innerhalb der die Eintragung von Aktienübertragungen im Aktienregister unzulässig ist (im Folgenden "Sperrfrist").¹⁸⁷ Im Zusammenhang mit der Einführung von Sperrfristen oder Stichtagen bei deutschen Gesellschaften stehen sich das Interesse der Gesellschaft an einer effizienten Vorbereitung der Hauptversammlung¹⁸⁸ und das Interesse der neuen Aktionäre an einer Wahrnehmung ihrer hauptversammlungsbezogenen Mitgliedschaftsrechte gegenüber.¹⁸⁹ Angesichts dieser widerstreitenden Interessen hält die herrschende Ansicht die Aufnahme einer Sperrfrist in die Satzung der Gesellschaft zwar für zulässig,¹⁹⁰ um den entgegenstehenden Interessen jedoch ebenfalls gerecht zu werden, werden im allgemeinen nur sehr kurze Sperrfristen befürwortet.¹⁹¹

Im Gegensatz zum deutschen Recht kennt das US-amerikanische Recht einen der Hauptversammlung vorgelagerten Stichtag ("*record date*"), der durch das Board of Directors festgelegt wird. Nur die an diesem Stichtag im Aktienregister eingetragenen Aktionäre dürfen in der Hauptversammlung abstimmen. Es gibt jedoch keine Sperrfrist. Änderungen des Registers können daher auch noch nach dem *record date* vorgenommen werden.¹⁹² Die NYSE empfiehlt, dass der *record date* wenigstens 30 Tage vor der Hauptversammlung liegen sollte, um genug

¹⁸⁶ Ein neuer Entwurf des § 123 AktG, der von einer Arbeitsgruppe unter Beteiligung des Referenten im Bundesjustizministerium erarbeitet wurde, sieht allerdings die Einführung eines Stichtags vor, der 14 Tage vor dem Tag der Hauptversammlung liegt. Vgl. *Noack/Zetzsche*, AG 2002, 651, 656.

¹⁸⁷ Die hier als Stichtag bzw. Sperrfrist bezeichneten Begriffe werden in Deutschland mitunter nicht konsequent auseinander gehalten. So spricht die Regierungsbegründung zum NaStraG einerseits davon, dass die Gesellschaft "unmittelbar vor der Hauptversammlung [...] zur Vermeidung technischer Schwierigkeiten die Umschreibung stoppen [kann]" und bezieht sich damit auf die Sperrfrist, vgl. Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 13), S. 16. Andererseits bezeichnet sie diese Möglichkeit als "*record date*", was im US-amerikanischen Recht dem Stichtag entspricht, vgl. zu letzterem *Merkt*, a.a.O. (Fn. 171), Rdn. 556.

¹⁸⁸ Da die Gesellschaft ihre Aktionäre zur Hauptversammlung laden muss und ihr in diesem Zusammenhang diverse Informationspflichten obliegen (vgl. im einzelnen Fn. 202), hat sie ein Interesse daran, dass der Teilnehmerkreis der Hauptversammlung möglichst frühzeitig feststeht, vgl. *Leuring*, ZIP 1999, 1745, 1747. Wird das Register noch vor Beginn der Hauptversammlung geändert, muss die Gesellschaft auch noch die Erwerber der Aktien kurzfristig laden. Vgl. allerdings auch § 125 Abs. 2 Nr. 3 AktG und die diesbezüglichen Ausführungen unter VIII.3.

¹⁸⁹ Vgl. *Noack*, ZIP 1999, 1993, 1997. In den USA wird ein Stichtag der Sperrfrist vorgezogen, weil der Stichtag zwar die hauptversammlungsbezogenen Mitgliedschaftsrechte des Erwerbers nach dem Stichtag, nicht aber seine sonstigen Mitgliedschaftsrechte (z.B. Dividendenbezugsrecht) ausschliesst. Da in Deutschland das Dividendenbezugsrecht nicht dem im Aktienregister eingetragenen Aktionär sondern dem Eigentümer des Kupons bzw. dem Miteigentümer des Sammelkupons zusteht, macht es wohl keinen grossen Unterschied, ob ein Stichtag oder eine Sperrfrist gewählt wird. Eine Sperrfrist führt aber zu abwicklungsrechtlichen Erschwerungen bei der Führung des Aktienregisters.

¹⁹⁰ *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 20; *Huep*, WM 2000, 1623, 1630; *Leuring*, ZIP 1999, 1745, 1747; Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 13), S. 11. Im Ergebnis auch noch *Noack*, DB 1999, 1306, 1309; a.A. *Diekmann*, BB 1999, 1985, 1989, der Sperrfristen generell für unzulässig hält.

¹⁹¹ Im einzelnen werden vertreten: 24 Stunden (*Huep*, WM 2000, 1623, 1630), 2 Tage (*Noack*, DB 1999, 1306, 1309), 3 Tage (*Noack*, ZIP 1999, 1993, 1997; *Leuring*, ZIP 1999, 1745, 1747) sowie „innerhalb angemessener Zeit“ (*Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 67 Rdn. 20). Die Regierungsbegründung zum NaStraG, a.a.O. (Fn. 13), S. 11, hatte dagegen noch vertreten, dass die Frist nicht länger als sieben Tage sein darf. Vgl. hierzu auch *Seibert*, ZIP 2000, 937, 940.

In den USA muss jeder *transfer agent* gemäss Rule 17Ad-2(a) zum Securities Exchange Act von 1934 90 % aller Routineübertragungen, die innerhalb eines Monats anfallen, innerhalb von drei Tagen erledigen.

¹⁹² Vgl. *Merkt*, a.a.O. (Fn. 171), Rdn. 556.

Zeit für die Werbung von Stimmrechtsvollmachten zu gewährleisten.¹⁹³ Zusätzlich muss die NYSE bereits zehn Tage vor dem *record date* über diesen informiert werden.¹⁹⁴ Cede & Co., der *nominee* von DTC, empfiehlt den Gesellschaften, ihm den Stichtag und das Datum der Hauptversammlung wenigstens 20 Tage vor der Versammlung anzuzeigen.¹⁹⁵ Als deutsche Aktiengesellschaft hat DaimlerChrysler aber die deutschen Vorschriften einzuhalten und kann deswegen keinen Stichtag festlegen.

2. Die Abstimmung durch Vollmacht

Wenn eine Namensaktie unter dem Namen ihres Eigentümers im Aktienregister eingetragen ist, kann die Depotbank des Aktionärs das in der Aktie verkörperte Stimmrecht nach deutschem Recht nur mittels Vollmacht ausüben.¹⁹⁶ Ist die Depotbank dagegen als Legitimationsaktionärin ihres Kunden im Aktienregister eingetragen, gilt sie der Gesellschaft gegenüber zwar als Aktionärin (vgl. § 67 Abs. 2 AktG), das Stimmrecht ihres Depotkunden darf sie jedoch nur ausüben, wenn sie über eine spezielle Ermächtigung verfügt.¹⁹⁷

In den USA hat Cede & Co, der *nominee* von DTC, als eingetragener Aktionär das Recht, die Stimmrechte aus den auf seinen Namen eingetragenen Aktien auszuüben. Cede & Co. übt die Stimmrechte für diese Aktien jedoch nicht selber aus, sondern erteilt eine Sammelvollmacht ("*omnibus proxy*") an alle DTC-Teilnehmer, für die er DTC Aktien verwahrt, und setzt sie als Stimmrechtsvertreter ihrer am Stichtag bestehenden jeweiligen Wertpapierpositionen ein.¹⁹⁸ Damit können die DTC-Teilnehmer die Stimmrechte aus den Aktien ausüben, für die Cede & Co. als *nominee* eingetragen ist und auch für die Aktien, für die sie selber als *nominee* ihrer Kunden eingetragen sind.¹⁹⁹ Die NYSE verlangt von ihren Mitgliedern jedoch die Weiterleitung der Vollmachtsunterlagen an die *beneficial owner* der Aktien verbunden mit einer Anfrage nach Anweisungen zur Stimmrechtsausübung.²⁰⁰

¹⁹³ § 401.03 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 1.7.1998. Vgl. auch § 213(a) Delaware General Corporation Law, der bestimmt, dass der *record date* nicht mehr als sechzig und nicht weniger als zehn Tage vor der Hauptversammlung liegen soll.

¹⁹⁴ § 204.29 Listed Company Manual der NYSE in der derzeit gültigen Fassung v. 1.7.1998.

¹⁹⁵ Vgl. *Bloomenthal*, a.a.O. (Fn. 96), § 17:10, S. 947.

¹⁹⁶ § 135 Abs. 1 S. 1 AktG, der durch das NaStraG geändert wurde, stellt nunmehr klar, dass ein Kreditinstitut das Stimmrecht für Aktien, für die es nicht als Eigentümer eingetragen ist, nur mit einer schriftlichen Bevollmächtigung ausüben darf. Zur Entstehungsgeschichte dieser Änderung, vgl. *Seibert*, ZIP 2000, 937, 945; Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 13), S. 15 f.

¹⁹⁷ § 135 Abs. 7 S. 1 AktG. Das NaStraG ändert § 135 Abs. 7 S. 1 AktG, ohne seinen Inhalt - soweit Namensaktien betroffen sind - zu ändern. Zur Entstehungsgeschichte der Änderungen, vgl. *Seibert*, ZIP 2000, 937, 945; Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 13), S. 16. § 135 Abs. 7 AktG bewirkt, dass ein Kreditinstitut bezüglich der Aktien, für die es lediglich als Legitimationsaktionär eingetragen ist, keiner Meldepflicht nach § 21 WpHG unterliegt. Vgl. Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 13), S. 16; *Seibert*, ZIP 2000, 937, 945.

¹⁹⁸ Vgl. die Informationen zu den "Proxy Services" in der DTC-Broschüre "DTCC 2002 Introduction to Products and Services", abrufbar unter www.dtcc.com/ProductsAndServices/custody/proxy.htm (zuletzt besucht am 10.8.2003). Am Tag nach dem Stichtag schickt DTC die Sammelvollmacht an die Gesellschaft, vgl. *Bloomenthal*, a.a.O. (Fn. 96), § 17:6, S. 941. Vgl. auch *Preissler*, WM 2001, 13, 15.

¹⁹⁹ Allerdings besuchen Broker-Dealer im allgemeinen keine Hauptversammlungen, um das ihnen erteilte Stimmrecht auszuüben. Stattdessen erteilen sie Vollmachten an Personen (einschließlich der Gesellschaft selbst), die sich um entsprechende Vollmachten bewerben. Häufig bevollmächtigen Broker-Dealer auch Dienstleistungsanbieter wie z.B. Independent Election Corporation of America, die dann auch gleichzeitig die Kommunikation mit den Aktionären übernehmen. Vgl. *Bloomenthal*, a.a.O. (Fn. 96), § 17:10, S. 946 f.

²⁰⁰ Vgl. *Bloomenthal*, a.a.O. (Fn. 96), § 17:11, S. 947 f. Eine NYSE-Mitgliedsorganisation darf Abstimmungsvollmachten für Aktien, die auf ihren oder den Namens ihres *nominee* registriert sind,

Die in der Hauptversammlung vorgelegten Vollmachten müssen den Voraussetzungen des deutschen Aktiengesetzes genügen (vgl. §§ 134, 135 AktG). Dies gilt auch für Vollmachten, die in den USA ausgestellt wurden.

Das deutsche und US-amerikanische Recht erreichen auf unterschiedlichen Wegen dasselbe Ergebnis. In beiden Rechtsordnungen können Banken oder Broker-Dealer die Stimmrechte ihrer Depotkunden nur auf der Grundlage von Vollmachten bzw. Anweisungen ausüben. Ein Unterschied zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen Recht darf dennoch nicht unerwähnt bleiben: Während die Unternehmensführung einer US-amerikanischen Gesellschaft ihre Aktionäre um Vollmachten bitten und die darin erteilen Stimmrecht auch ausüben darf, ist dies bei einer deutschen Gesellschaft wohl nicht uneingeschränkt möglich.²⁰¹

3. *Der Versand des Informationsmaterials für die Hauptversammlung an die Aktionäre*

Um den US-amerikanischen Voraussetzungen zu genügen, hat DaimlerChrysler sich verpflichtet, das Material für die Hauptversammlung (Einladungen, Tagesordnung, vom Vorstand sowie von den Aktionären vorgeschlagene Beschlüsse) bereits 45 Tage und nicht wie bisher üblich einen Monat vor der Hauptversammlung an die Aktionäre zu verschicken.²⁰² Dies

abgesehen von eng umschriebenen Ausnahmefällen nur nach Anweisung der *beneficial owner* ausstellen. Rule 452 NYSE Guide (CCH) ¶ 2452. Rule 451 NYSE Guide (CCH) ¶ 2451 besagt, dass wenn sich eine Person um Abstimmungsvollmachten bewirbt und einer NYSE-Mitgliedsorganisation Kopien des Vollmachtmaterials vorlegt, die NYSE-Mitgliedsorganisation das Vollmachtmaterial an den *beneficial owner* der von ihr verwahrten Aktien weiterleiten und um Anweisungen zur Stimmrechtsausübung ersuchen muss. Gleichzeitig hat die NYSE-Mitgliedsorganisation den *beneficial owner* darüber zu informieren, dass sie in den Fällen, in denen das Stimmrecht ohne Anweisung ausgeübt werden kann, bei Nichterhalt einer Anweisung zur Stimmrechtsausübung innerhalb eines von der Verordnung vorgeschriebenen Zeitraums Stimmrechtsvollmachten nach eigenem Ermessen erteilen darf. Hat die NYSE-Mitgliedsorganisation bis zu dem in ihrer Mitteilung bezeichneten Datum keine Anweisung zur Stimmrechtsausübung erhalten, ist sie gemäß Rule 452 berechtigt, eine Stimmrechtsvollmacht zu erteilen. Voraussetzung ist aber, dass sich die Stimmrechtsvollmacht auf unstreitige Tagesordnungspunkte bezieht und auf Tagesordnungspunkte, die nicht Rechte der Aktie an sich nachhaltig beeinflussen können. Die NYSE-Mitgliedsorganisation kann auch die von ihr unterzeichnete Vollmachtsurkunde an den *beneficial owner* senden und ihn bitten, sie auszufüllen und direkt an die um Vollmachtserteilung werbende Person zu senden, vgl. Rule 451(b)(2). Diese Methode ist jedoch eher ungewöhnlich. Rule 451 findet keine Anwendung auf nicht-US-amerikanische *beneficial owner*.

²⁰¹ Nach dem AktG sind Abstimmungen in der Hauptversammlung durch Vollmacht zwar möglich, vgl. § 134 Abs. 3 S. 1 AktG. Es ist jedoch fraglich, in welchem Ausmaß die Bevollmächtigung der Gesellschaft oder ihres Vorstandes zulässig ist. Vgl. § 136 Abs. 2 Satz 1 AktG; Hüffer, a.a.O. (Fn. 26), § 134 Rdn. 26ff.; Zöllner in: Zöllner (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz (Bd. 1, 1. Aufl. 1985), § 134 Rdn. 79; LG Stuttgart - Urteil v. 30.11.1973, AG 1974, 260; Eckhardt in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), Aktiengesetz (Bd. 2, 1. Aufl. 1974), § 136 Rdn. 41.

²⁰² Vgl. SEC Release Nr. 34-40597 (a.a.O. Fn. 42), Abschnitt II A (1).

Bei deutschen Aktiengesellschaften ist die Hauptversammlung dagegen mindestens einen Monat vor dem Tag der Versammlung einzuberufen, vgl. § 123 Abs. 1 AktG. Die Einberufung ist in den Gesellschaftsblättern bekanntzumachen, vgl. §§ 121 Abs. 3 S. 1, 25 S. 1 AktG. Das NaStraG hat nunmehr den Vorstand der Gesellschaft verpflichtet, binnen zwölf Tagen nach der Bekanntmachung der Einberufung den Aktionären, die spätestens zwei Wochen vor dem Tag der Hauptversammlung als Aktionäre im Aktienregister eingetragen sind, die Einberufung der Hauptversammlung, die Bekanntmachung der Tagesordnung und andere Informationen mitzuteilen, vgl. § 125 Abs. 1 AktG i.V.m. § 125 Abs. 2 Nr. 3 AktG. Dies bedeutet, dass die unmittelbare Mitteilung an die Aktionäre bei Namensaktien nach der Neufassung des § 125 Abs. 2 Nr. 3 AktG generell von der Gesellschaft besorgt wird. Zusätzlich wurde durch die Änderung von § 128 Abs. 1 AktG die generelle Verpflichtung der Depotbanken abgeschafft (vgl. § 128 AktG a. F.), die Aktionäre, für die sie ein Wertpapierdepot führen, über bevorstehende Hauptversammlungen zu informieren. Diese Verpflichtung besteht nur noch in den Fällen, in denen die Depotbank als Legitimationsaktionärin im Aktienregister eingetragen ist, vgl. § 128 Abs. 1 AktG. In diesem Fall ist der Legitimationsaktionär der der Gesellschaft gegenüber informationsberechtigte Aktionär. Das NaStraG schafft damit endgültig das Erfordernis ab, nach dem das Material doppelt versendet werden musste. Vgl. Bachmann, WM 1999, 2100, 2101 f.; Diekmann, BB 1999, 1985, 1988; Than/Hannöver, in:

geschah in erster Linie, um die Erteilung von Stimmrechtsvollmachten nach dem in den USA üblichen Zeitrahmen zu ermöglichen.²⁰³ Außerdem informiert DaimlerChrysler die NYSE zehn Tage im voraus über den Tag der Hauptversammlung.²⁰⁴

Die Versendung von Vollmachtsmaterial vor der Hauptversammlung birgt das Risiko einer Mehrfachversendung von Vollmachtsmaterial für dieselbe Aktie und damit einer unzulässigen Mehrfachausübung des Stimmrechts. Die Übereinstimmung von Stichtag und Hauptversammlung ermöglicht es einem Aktionär, der bereits eine Vollmacht zur Stimmrechtsausübung erteilt hat, die Aktie vor dem Tag der Hauptversammlung zu verkaufen, so dass der Käufer der Aktie nochmals eine Vollmacht erteilen kann. Um dem Problem der unzulässigen Mehrfachausübung des Stimmrechts zuvorzukommen, haben sowohl die US-Registrierungsstelle (Bank of New York bei DaimlerChrysler) als auch Automatic Data Processing, Inc. (im Folgenden "ADP")²⁰⁵ Verfahren entwickelt, um die Veränderungen in der Aktionärsliste zwischen dem Tag der Versendung des Vollmachtsmaterials und dem Tag der Hauptversammlung zu verfolgen. Diese Verfahren ermöglichen zum einen, Vollmachten von Personen, die Vollmachten eingereicht, aber ihre Aktien noch vor der Hauptversammlung verkauft haben, unberücksichtigt zu lassen. Zum anderen gewährleisten sie, dass die Stimmrechtsausübung den Personen ermöglicht wird, die Aktien nach der Versendung des Vollmachtsmaterials, aber noch vor dem Hauptversammlungstermin gekauft haben.²⁰⁶ Sowohl die US-Registrierungsstelle als auch ADP erstellen am Tag der Versendung des Vollmachtsmaterials eine Liste, wobei die Liste der US-Registrierungsstelle die Namen der eingetragenen Aktionäre und die Liste der ADP die Namen der *beneficial owner* enthält.²⁰⁷ Beide Listen werden bis zum Tag der Hauptversammlung periodisch aktualisiert und kurz vor der Hauptversammlung erstellen die US-Registrierungsstelle und ADP jeweils eine aktuelle Liste.²⁰⁸ Sind Aktionäre oder *beneficial owner* in einer dieser Listen nicht mehr aufgeführt, bleiben ihre Vollmachten unberücksichtigt. Wenn neue Aktionäre oder *beneficial owner* auf einer der Listen aufgeführt sind, versucht man, ihnen das Vollmachtsmaterial noch zukommen zu lassen, etwa durch elektronische Benachrichtigung oder Express-Lieferdienste. Dies wird bei eingetragenen Aktionären durch die Registrierungsstelle veranlasst, bei den *beneficial owner* dagegen durch ADP.²⁰⁹

Das Material zur Vollmachtserteilung muss eine detaillierte Beschreibung des Abstimmungsverfahrens sowie die Information, dass die Vollmacht eines Aktionärs, der seine Aktien vor der Hauptversammlung verkauft, nicht berücksichtigt wird, enthalten.²¹⁰ Schließlich

von Rosen/Seifert, Namensaktie, a.a.O. (Fn. 13), S. 279, 300. Zur Entstehungsgeschichte dieser Änderungen, vgl. Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 13), S. 12 f.; Seibert, ZIP 2000, 937, 941 f.; Huep, WM 2000, 1623, 1624 f.

²⁰³ Vgl. SEC Release Nr. 34-40597, a.a.O. (Fn. 42), Abschnitt II A (1). Die *proxy solicitation rules* werden unter Fn. 96 und VIII.2 besprochen.

²⁰⁴ Vgl. SEC Release Nr. 34-40597, a.a.O. (Fn. 42), Abschnitt II A (1). Vgl. Fn. 194 und begleitenden Text.

²⁰⁵ Bei ADP handelt es sich um einen Dienstleister, der Vollmachten für die meisten Mitglieder der NYSE einholt, vgl. die Informationen unter www.adp.com (zuletzt besucht am 22.8.2003).

²⁰⁶ Vgl. SEC Release Nr. 34-40597, a.a.O. (Fn. 42), Abschnitt II A (1). Die Bedeutung des SEC Release Nr. 34-40597 liegt ferner darin, dass er das Einladungsverfahren zur Hauptversammlung von DaimlerChrysler als mit den Vorschriften der NYSE übereinstimmend anerkennt.

²⁰⁷ Vgl. SEC Release Nr. 34-40597, a.a.O. (Fn. 42), Abschnitt II A (1).

²⁰⁸ Ebenda; vgl. auch Diekmann, BB 1999, 1985, 1989.

²⁰⁹ Vgl. SEC Release Nr. 34-40597, a.a.O. (Fn. 42), Abschnitt II A (1).

²¹⁰ Ebenda.

wird überprüft, dass die Anzahl der bei der Hauptversammlung für *nominee* abgegebenen Stimmen die Anzahl diejenigen Aktien nicht übersteigt, die durch *nominee* gehalten werden.²¹¹

In Deutschland hat die Gesellschaft die Informationen zur Hauptversammlung nur den Aktionären mitzuteilen, die spätestens zwei Wochen vor dem Tag der Hauptversammlung als Aktionäre im Aktienregister eingetragen sind (vgl. § 125 Abs. 2 Nr. 3 AktG). Das als Legitimationsaktionär fungierende Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut hat die Mitteilungen nach § 125 Abs. 1 AktG nur dann an die Aktionäre weiterzuleiten, wenn es spätestens zwei Wochen vor dem Tag der Hauptversammlung als Legitimationsaktionär im Aktienregister eingetragen ist (vgl. § 128 Abs. 1 AktG). Informationen zur Hauptversammlung können Namensaktionäre damit nur noch dann beanspruchen, wenn sie entweder selbst oder vertreten durch ein Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut zwei Wochen vor der Hauptversammlung im Aktienregister eingetragen sind.²¹² Es ist darauf hinzuweisen, dass dieses Datum (zwei Wochen vor der Hauptversammlung) kein Stichtag ist.²¹³ Personen, die nach Ablauf dieses Zeitpunktes Aktien erwerben und im Aktienregister eingetragen werden, können trotzdem die Hauptversammlung besuchen und ihr Stimmrecht ausüben.²¹⁴

IX. Die Erhöhung des Aktienkapitals und Bezugsrechte

In Bezug auf Bezugsrechte (vgl. § 186 Abs. 1 AktG) ist zwischen Aktionären, deren Aktien in Sammelurkunden bei CBF oder DTC verwahrt werden, und Aktionären mit einzelverbrieften Aktienurkunden zu unterscheiden.

Bei Aktionären, deren Aktien in Sammelverwahrung bei CBF verwahrt werden, findet das übliche deutsche Verfahren Anwendung. Bei Aktien von DaimlerChrysler bezieht sich der oben erwähnte Sammelkupon (vgl. vorstehend IV.4 und VII.1) auch auf die Bezugsrechte.²¹⁵ Die Ausführungen zur Dividende können auf die Bezugsrechte übertragen werden.²¹⁶ Alle Aktionäre, die am Stichtag des Bezugsrechts Aktien in Sammelverwahrung bei CBF halten (und damit Miteigentümer des Sammelkupons sind), sind unabhängig von ihrer Eintragung im Aktienregister zur Ausübung ihres Bezugsrechts berechtigt. Unmittelbar vor dem ersten Handelstag der Bezugsrechte wird den Wertpapierdepots der Aktionäre bei den Depotbanken die entsprechende Anzahl an Bezugsrechten gutgeschrieben. Die Aktionäre werden von den Depotbanken über ihre verschiedenen Optionen informiert (Ausübung des Bezugsrechts, Verkauf oder Kauf von Bezugsrechten).

In den USA informiert die US-Registrierungsstelle die Aktionäre über die Bezugsrechte. Grundsätzlich erfordert das Angebot von Bezugsrechten eine Registrierung der angebotenen Wertpapiere, d.h. der Aktien, auf die sich die Bezugsrechte beziehen, gemäss den Vorschriften

²¹¹ Ebenda.

²¹² Sog. Versendungsstopp, vgl. *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 125 Rdn. 6a u. § 128 Rdn. 2a. Der Versendungsstopp gilt nicht für DaimlerChrysler Aktionäre, die im US-Unterregister eingetragen sind und die *beneficial owner*. Vgl. Fn. 206 – 209 und begleitenden Text.

²¹³ Zum Stichtag vgl. unter VIII.1.

²¹⁴ Vgl. unter VIII.1; Regierungsbegründung, a.a.O. (Fn. 13), S. 12 f.; *Seibert*, ZIP 2000, 937, 942.

²¹⁵ Hinsichtlich des auf den Sammelkupon von DaimlerChrysler gedruckten Texts vgl. Fn. 58.

²¹⁶ Vgl. *Lutter* in: Zöller (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz* (Bd. 5/1, 2. Aufl. 1995), § 186 Rdn. 11; *Hefermehl* in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *Aktiengesetz* (Bd. 4, 1. Aufl. 1988), § 186 Rdn. 19; *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 26), § 186 Rdn. 7.

des Securities Act von 1933.²¹⁷ Obwohl auch Bezugsrechte Wertpapiere im Sinne des Securities Act von 1933 sind, müssen die Bezugsrechte nicht nach dem Securities Act von 1933 registriert werden, weil sie den Aktionären ohne Gegenleistung gutgeschrieben werden.²¹⁸ Deutsche Gesellschaften, deren Aktien bei der SEC gemäss den Vorschriften des Securities Exchange Act von 1934 registriert sind,²¹⁹ haben die in Deutschland bei Bezugsrechten üblichen Verfahren gut mit den US-amerikanischen Verfahren für öffentliche Angebote von Wertpapieren abstimmen können.

Für Aktionäre, die in Deutschland einzelverbriefte Aktienurkunden halten, musste ein neues Verfahren entwickelt werden, weil mit ihnen keine Kupons ausgegeben werden. Nur die im Aktienregister eingetragenen Aktionäre können Bezugsrechte beanspruchen. Eine Möglichkeit ist, den Aktionären einen handelbaren Bezugsberechtigungsschein auszustellen, ein Wertpapier, das die Anzahl von Bezugsrechten verbrieft, die dem Aktionär gemäss seinem im Aktienregister ausgewiesenen Bestand zustehen. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, den Aktionären schriftlich zu empfehlen, ihre Depotbank zu kontaktieren und diese anzuweisen, ihren Depots die ihnen zustehenden Bezugsrechte gutzuschreiben, ihre Bezugsrechte auszuüben oder zu verkaufen oder weitere Bezugsrechte anzukaufen. In den USA informiert die US-Registrierungsstelle eingetragene Aktionäre mit einzelverbrieften Aktienurkunden über ihre Bezugsrechte und die ihnen zustehenden Optionen. Bei allen vorstehend genannten Methoden, die Aktionäre über ihre Bezugsrechte zu informieren, wird die zweiwöchige Handelsperiode für Inhaber einzelverbriefter Aktien verkürzt.

X. Schlussbetrachtungen

Trotz beträchtlicher Unterschiede zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschen Recht sowie der jeweiligen Rechtspraxis und Marktusancen konnten die daraus für die direkte Notierung der Aktien einer deutschen Gesellschaft an der NYSE resultierenden Probleme

²¹⁷ Vgl. § 5 Securities Act von 1933.

²¹⁸ Vgl. *Johnson/McLaughlin*, Corporate Finance and the Securities Laws (2. Aufl. 1997), S. 860 f. Da diese Angebote, wenn sie sich an US-amerikanische Aktionäre richten, den Registrierungspflichten unterliegen, (vgl. § 5 Securities Act von 1933) und insbesondere die Prospektübergabepflichten (vgl. § 5(b)(1) u. § 10 Securities Act von 1933) erfüllen müssen, werden US-amerikanische Aktionäre bei Angeboten von Bezugsrechten ausländischer Gesellschaften oftmals ausgeschlossen oder in bar ausgezahlt. Dadurch kann die Gesellschaft die Registrierungs- und Publizitätsanforderungen vermeiden. Die SEC befasste sich mit diesem Problem zunächst in einem Release von 1991, vgl. SEC-Release Nr. 33-6896 v. 5.6.1991, SEC Docket Bd. 48, S. 1617, Fed. Reg. Bd. 56, S. 27564 v. 13.6.1991, [1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. ¶ 84, 802. In diesem Release schlug die SEC vor, eine Ausnahme nach § 3(b) Securities Act von 1933 für in den USA durch Bezugsrechte angebotene oder verkaufte Aktien im Wert von bis zu US\$ 5 Millionen zuzulassen, vgl. *Johnson/McLaughlin*, s.o., S. 629. Im Jahre 1999 erliess die SEC schliesslich Rule 801 zum Securities Act von 1933, vgl. SEC Release Nr. 33-7759 v. 22.10.1999, SEC Docket Bd. 70, S. 2191, Fed. Reg. Bd. 64, S. 61382 v. 10.11.99, [1999-2000 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. ¶ 86, 241. Hiernach bedarf ein Angebot von Bezugsrechten unter anderem dann keiner Registrierung nach § 5 Securities Act von 1933, wenn die US-amerikanischen Aktionäre weniger als zehn Prozent der Wertpapiere halten, auf die sich das Bezugsrechtsangebot bezieht, vgl. *Lander*, U.S. Securities Law for International Financial Transactions and Capital Markets (2. Aufl. 2002 Loseblatt), § 2:59, S. 2-105ff. Sobald eine deutsche Gesellschaft an der NYSE notiert ist, ist es nicht mehr möglich, die US-amerikanischen Aktionäre von einem Angebot von Bezugsrechten auszuschließen oder sie auszuzahlen.

²¹⁹ Es ist zwischen der Registrierung von Wertpapieren nach dem Securities Act von 1933 und nach dem Securities Exchange Act von 1934 zu unterscheiden. Nach dem Securities Act von 1933 wird das öffentliche Angebot von Wertpapieren registriert. Gemäss dem Securities Exchange Act von 1934 wird dagegen eine Gattung von Wertpapieren als Ganzes registriert und zwar ohne Rücksicht darauf, ob Wertpapiere dieser Gattung öffentlich angeboten werden. Gemäss § 12(b) Securities Exchange Act von 1934 bedürfen Wertpapiere, die an einer US-amerikanischen Börse notiert sind, einer Registrierung nach dem Securities Exchange Act von 1934. Zu den Registrierungspflichten vgl. *Hutter*, a.a.O. (Fn. 3), Rdn. 144ff.; *Gruson/Kubicek*, AG 2003, Fn. 4 auf S. 338 u. Fn. 20 auf S. 339.

überwunden und die direkte Notierung an der NYSE ermöglicht werden. Alle Aktionäre bzw. *beneficial owner* von Aktien haben einen im Wesentlichen gleichen rechtlichen Status hinsichtlich des Stimmrechts, der Zahlung von Dividenden, der Einladung zur Hauptversammlung und dem Angebot von Bezugsrechten.

Dabei ist bemerkenswert, dass dieses Ergebnis allein durch eine Zusammenarbeit der Anwälte, der beteiligten Banken, der Zentralverwahrer und der Börsen erreicht wurde und keiner Änderung von Gesetzen und Verordnungen bedurfte. Obwohl die rechtliche Konstruktion, die Dogmatik und die Praxis in den USA und Deutschland in wesentlichen Fragen sehr verschieden sind, führen sie bei genauerer Betrachtung in der Regel zum gleichen wirtschaftlichen Ergebnis und konnten daher - von geringen Ausnahmen abgesehen (z.B. Handel *ex dividend*) - unverändert nebeneinander bestehen bleiben. Rechtliche Unklarheiten gibt es noch bei der Frage nach dem auf eine grenzüberschreitende Übertragung von Aktien anwendbaren Recht.

Obwohl sowohl die USA als auch Deutschland ein gut funktionierendes Recht in Bezug auf die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre und die Übertragung von Aktien haben, zeigt es sich, dass jedes der beiden Länder dogmatische Defizite hat. Das US-amerikanische Recht hat noch keinen Weg gefunden, die Aufspaltung zwischen wirtschaftlichem und rechtlichem Eigentum an der Aktie (*beneficial owner/legal owner*) sinnvoll zu lösen. Das Recht der Aktiengesellschaften kennt nur den *legal owner* – das Kapitalmarktrecht kennt nur den *beneficial owner*. Diese Aufspaltung wird durch ein Konglomerat von eher unübersichtlichen Regelungen der SEC und der Börsen überbrückt. Das deutsche Recht hat das Thema der Kommunikation mit den Aktionären gelöst, indem es die Aufspaltung in eingetragene und wirtschaftliche Aktionäre vermeidet und im Aktienregister die Namen aller Aktionäre erhalten sind.

Dividendenzahlungen an deutsche Aktionäre werden mit Hilfe der Konstruktion eines im Miteigentum aller Aktionäre stehenden Sammelkupon vorgenommen. Der Kupon wurde für die Inhaberaktie entwickelt und erscheint einem US-amerikanischen Betrachter im Zusammenhang mit Namensaktien gekünstelt. Allerdings ermöglicht die Konstruktion des Dividendenkupon die Verteilung der Dividenden über ein zentrale Stelle ähnlich der Dividendenverteilung in den USA, wo der Verwahrer der Sammelurkunde fast der einzige eingetragene Aktionär ist. Es wäre erstrebenswert, wenn das deutsche Recht dieses Ziel auch ohne einen Sammelkupon erreichen könnte.

Die Übertragung von in Sammelverwahrung gehaltenen Aktien bedarf in Deutschland einer Reihe recht komplizierter und zum Teil wirklichkeitsfremder rechtlicher Konstruktionen, während die USA den innovativen und richtungsweisenden Art. 8 UCC entwickelt haben, der anerkennt, dass bei einem Kauf von Aktien an einer Börse keine Übertragung der Aktie zwischen Verkäufer und Käufer stattfindet, sondern dass die Erfüllung des Kaufvertrags in einer Reihe von unterscheidbaren Rechtsgeschäften zwischen den an der Erfüllung beteiligten Depotbanken und Zentralverwahrern stattfindet.

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien

- | | | |
|----|-------------------------------------|--|
| 14 | Jens Conert | Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik |
| 15 | Bob Wessels | Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe |
| 16 | Theodor Baums /
Kenneth E. Scott | Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany |
| 17 | Bob Wessels | International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies |

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT